POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

Intermonte

Quaderni di ricerca Intermonte

Sliding doors: il flusso di *listing* e *delisting* sul mercato azionario di Borsa Italiana (2002-2021)

n. 6 - marzo 2022

Indice

pagina

Presentazione **3**

Executive summary **5**

1. Quotazione in Borsa e *delisting*: le principali determinanti **7**
- Introduzione 7
- Perchè quotarsi in Borsa... 7
- ... e perchè uscire dalla Borsa 7

2. Il flusso di imprese in ingresso e in uscita dal listino azionario di Borsa Italiana dal 2002 al 2021 **11**
- Il flusso in ingresso 11
- Il flusso in uscita 13
- Focus sull'ultimo triennio 16
- Il confronto con le altre piazze finanziarie europee 18

3. Strategie di *listing/delisting* e correlazione con le *performance* operative e di mercato **21**
- Le imprese 'entranti' 21
- Le imprese 'uscenti' 28

4. Conclusioni **41**

Bibliografia **43**

Il gruppo di ricerca **45**

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Presentazione
Intermonte Partners

In qualità di primaria *investment bank* italiana indipendente, Intermonte Partners è lieta di proseguire la *partnership* con la School of Management del Politecnico di Milano, dedicata a sviluppare progetti di ricerca su tematiche inerenti il mercato azionario italiano.
In questa sesta edizione dei "Quaderni di ricerca Intermonte", l'analisi del Politecnico di Milano si è concentrata sul tema dei *delisting*, che ha caratterizzato in maniera trasversale non solo la Borsa di Milano ma tutti i mercati internazionali.
Se infatti a inizio 2022 Piazza Affari ha raggiunto il valore *record* di 407 società quotate, tale numero nasconde un *trend* di costante arretramento del numero di società quotate negli ultimi 15 anni dal listino principale (EXM, già MTA), a fronte di una forte crescita del segmento non regolamentato (EGM, già AIM Italia). L'effetto netto di questo *trend* evidenzia una perdita superiore ai 55 miliardi di euro di capitalizzazione, legata all'uscita dal mercato di società medio-grandi, che si è mangiata quasi un quarto della crescita dei corsi azionari negli ultimi 5 anni.
Partendo da una approfondita ed inedita analisi numerica, la ricerca del Politecnico di Milano ha cercato di dare una risposta ai seguenti interrogativi:
- Quali sono i motivi della disaffezione delle imprese verso la quotazione?
- Si tratta di un fenomeno solo italiano?
- Esiste una correlazione tra le strategie di *listing* (e *delisting*) da una parte e le *performance* sia operative che di mercato delle imprese?
- Esiste evidenza di un comportamento 'opportunistico' da parte delle società che sembrano considerare la Borsa come una 'porta scorrevole' (*sliding door*) dalla quale entrare o uscire per ragioni di convenienza, a danno degli investitori?

I risultati dell'analisi mappano diversi comportamenti compositi da parte di aziende quotate e investitori (privati, *corporate*, fondi di *private equity* o altri), ma fornendo un'evidenza rassicurante per imprese e investitori, ovvero che per aziende sane la quotazione in Borsa rappresenta un acceleratore della crescita e remunera gli investitori in maniera molto soddisfacente.
Il messaggio finale che ne traiamo è che la quotazione in Borsa rappresenta un vantaggio competitivo di lungo termine, soprattutto per le aziende sane. In quest'ottica, utilizzare la IPO come 'porta scorrevole' può essere sì una forte tentazione laddove ci siano condizioni attraenti, ma vanifica numerose opzioni future.
Con questa analisi ci auguriamo di fornire interessanti spunti di riflessione per i molti soggetti coinvolti (aziende, investitori privati e pubblici, gestori di risparmio, intermediari e legislatore) e siamo lieti che Intermonte, nel suo naturale ruolo di punto di riferimento sul mercato italiano, possa dare un contributo fattivo al dibattito, nell'auspicio che il mercato dei capitali per le PMI italiane diventi sempre più efficiente.
Un particolare ringraziamento va al Politecnico di Milano, con cui prosegue il proficuo rapporto di collaborazione iniziato nel 2016.

Cordialmente

Guglielmo Manetti
Amministratore Delegato
Intermonte Partners

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Executive summary

Uno dei temi finanziari più 'caldi' degli ultimi mesi è stato l'elevato flusso di *delisting* che ha caratterizzato il mercato borsistico italiano. Fra il 2017 e il 2021 sono ben 105 le emittenti che hanno dato l'addio a Piazza Affari. Si tratta di un numero che ha allarmato gli osservatori, preoccupati per il progressivo depauperamento del listino e interessati a capire i motivi della disaffezione degli imprenditori verso l'essere quotati in Borsa.

In realtà, al 1/1/2022 Piazza Affari ha raggiunto il valore *record* di 407 imprese quotate; si tratta dell'effetto combinato di un listino principale in costante arretramento da 15 anni e di un segmento non regolamentato (AIM Italia, oggi Euronext Growth Milan) che conta ben 174 quotate.

In questa ricerca proponiamo un'analisi inedita del flusso di imprese che sono entrate e uscite dai listini di Borsa Italiana negli ultimi 20 anni, dal 2002 al 2021. Le domande di ricerca a cui vogliamo rispondere sono le seguenti:

1) quali sono i motivi della 'disaffezione' delle imprese verso la quotazione?

2) si tratta di un fenomeno solo italiano?

3) che correlazione esiste fra le strategie di *listing* (e *delisting*) da una parte e le *performance* operative e di mercato delle imprese?

4) esiste evidenza di un comportamento 'opportunistico' da parte delle imprese, che considerano Piazza Affari come una 'porta scorrevole' (*sliding door*) dalla quale entrare e uscire per ragioni di convenienza, a danno dei risparmiatori?

I dati mostrano che nel corso degli ultimi 20 anni le ammissioni a Piazza Affari sono state 448 di cui l'86% tramite IPO (collocamento di titoli) mentre i *delisting* sono stati 336 di cui ben 268 sul listino principale. Come approfondiamo nelle pagine seguenti, l**e cancellazioni sono dovute a motivi abbastanza diversi fra loro, non necessariamente legati a una 'disaffezione'**: cessazione dell'attività dell'impresa (47 casi), mancanza dei requisiti (29 casi), acquisizione esterna (100 casi), fusione infragruppo (49 casi), *business combination* di una SPAC (22 casi), ritiro volontario (89 casi). Vero è che negli ultimi 5 anni (2017-2021) Piazza Affari ha perso oltre € 55 miliardi di capitalizzazione a causa dei *delisting* 'mangiandosi' quasi un quarto dell'incremento dei corsi azionari nello stesso periodo.

Il fenomeno dello 'spopolamento' dei listini borsistici è peraltro osservato anche in altri mercati **e non è quindi solo italiano**; negli USA le società residenti quotate a New York al 31/12/2001 erano 5.685 mentre al 31/12/2021 erano 3.784; a Londra siamo passati da 2.355 a 1.654; a Parigi da 983 a 737 (ma con un aumento di quelle presenti sul listino principale); a Francoforte da 867 a 630; peraltro, solo in Italia e in Regno Unito il peso della capitalizzazione di Borsa sul PIL è inferiore oggi a quello che si registrava 20 anni fa.

Se focalizziamo sulla *performance* operativa delle imprese neo-quotate negli ultimi 10 anni, osserviamo in media **un aumento del volume d'affari sia prima sia dopo la quotazione**; il valore medio del CAGR dei ricavi sul periodo (-3, +2 dove anno 0 è quello della quotazione) è +12,0% per il listino principale, +23,3% per EGM. Il valore mediano risulta essere più contenuto (rispettivamente +8,5% e +13,7%). **La marginalità (rapporto EBITDA/ricavi) è stabile sul listino principale, mentre ha un andamento 'a gobba' su EGM**.

Per quanto riguarda la *performance* di mercato delle neo-quotate negli ultimi 10 anni, scopriamo che **le 'matricole' di MTA/EXM sui 3 anni successivi rendono in media il 22,6% in più mentre quelle del listino non regolamentato conseguono un rendimento differenziale pari a +6,2%**. Il risultato è in controtendenza rispetto al passato e riguarda soprattutto le nuove quotazioni sul listino principale dal 2014 in avanti e quelle sul mercato non regolamentato dal 2018 in avanti, grazie soprattutto al contributo di pochi titoli con *perfomance* lusinghiere; i rendimenti più elevati rispetto al mercato sono associati alle 'matricole' con capitalizzazione iniziale più elevata e con valore del collocamento iniziale maggiore. Al contrario, le società quotate a seguito di b*usiness combination* con una SPAC hanno generato i rendimenti più deludenti.

L'analisi dei *delisting*, focalizzata sugli ultimi 10 anni in cui abbiamo 186 cancellazioni, ha individuato 4 *cluster* omogenei di emittenti tolte dal listino, tralasciando le 22 uscite 'tecniche' delle SPAC *per business combination*:

1) le **"Sconfitte"**: questo gruppo comprende le

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

48 aziende delistate inevitabilmente più che volontariamente per cessazione delle attività o per assenza di requisiti fondamentali; si tratta di imprese che il più delle volte hanno registrato difficoltà rilevanti, come casi di fallimento, di amministrazione straordinaria o di dissesto finanziario; senza sorprese, queste emittenti hanno fatto registrare *performance* operative e di mercato deludenti prima del *delisting*;

2) le "**Prede**": si tratta delle 50 aziende che sono state acquisite da soggetti esterni; in 9 casi si tratta di un gruppo industriale, bancario o assicurativo già quotato su Borsa Italiana che opera in un *business* correlato, se non addirittura un diretto concorrente. In altri 4 casi l'acquirente è espressione di un gruppo italiano non quotato mentre in ben 23 casi si tratta di un gruppo industriale straniero, il più delle volte europeo, giapponese o americano, a testimoniare che la quotazione è anche una buona 'vetrina' per farsi notare. Abbiamo poi 14 casi di acquisizioni da parte di investitori finanziari, quasi sempre fondi di *private equity*, in rarissimi casi italiani. Le "Prede" hanno registrato un flusso *record* nel 2021, con ben 11 *delisting*. In generale sono caratterizzate da un fatturato crescente prima dell'acquisizione e anche la marginalità dà segnali positivi; mostrano prima dell'uscita da Piazza Affari rendimenti medi molto buoni, sia in valore assoluto sia rispetto all'indice di mercato; le 19 emittenti che sono sopravvissute dopo il *delisting* (senza fondersi nel gruppo acquirente) continuano a crescere dopo l'uscita; l'EBITDA *margin*, dopo una temporanea riduzione appena prima del *delisting*, torna ai livelli precedenti nel biennio successivo;

3) le "**Ristrutturande**": questo gruppo è composto dalle 23 imprese che sono sparite dal listino per una logica di riorganizzazione societaria interna (che non necessariamente dipende dalla loro *performance*) ma rimangono comunque parte di un gruppo quotato;

4) le "**Pentite**": questo è il gruppo più interessante ai fini della ricerca (43 casi), perchè rappresenta i casi dove la scelta del *delisting* arriva dai soggetti controllanti ed è maturata sulla base di considerazioni strategiche discrezionali, che sfociano in (i) una richiesta volontaria di *delisting*, di solito per le *small cap*, o (ii) la fusione con un'impresa non quotata dello stesso gruppo, o (iii) un'OPA finalizzata a ritirare le azioni. Il flusso delle "Pentite" è aumentato negli ultimi anni, con 8 casi nel 2021, 3 nel 2020 e 7 nel 2019 (stesso numero nel 2018). Sono molto poche le aziende che nell'ultimo decennio sono uscite per decisione autonoma dal listino entro pochi anni dall'ingresso: la maggioranza ha preso questa decisione dopo almeno 10 anni di esperienza, se non dopo almeno 20. In questo *cluster* osserviamo un *trend* di decrescita dei ricavi consolidati appena prima del *delisting* e anche gli utili nell'anno prima della cancellazione dalla quotazione segnano il passo. Sul listino principale il valore mediano dell'EBITDA *margin* è stabile, mentre su EGM osserviamo una marginalità in miglioramento. Le "Pentite" che sopravvivono dopo il *delisting* mostrano un buon incremento del volume d'affari nell'anno dell'addio al listino; anche la marginalità e gli utili sembrano aumentare, il che potrebbe essere indice di una decisione opportunistica. Se guardiamo alle *performance* di mercato, per il listino principale vediamo che i rendimenti sono positivi ma appena superiori all'indice di mercato. Per EGM la *performance* è invece molto deludente soprattutto negli ultimi 12 mesi prima della cancellazione.

Ulteriori elementi considerati nella ricerca sono i rendimenti annualizzati per i risparmiatori che hanno investito nelle IPO avvenute in Borsa negli ultimi 20 anni e poi sfociati in un *delisting*. Sono risultati mediamente buoni solo per le "Prede".

Infine sono stati analizzati i premi offerti nelle OPA contestuali all'uscita da Piazza Affari, lanciate per ritirare le azioni, rispetto ai corsi azionari dei 3 mesi prima dell'annuncio. In media il premio è quasi il doppio per le "Prede" rispetto alle "Pentite" (28,9% contro 16,5% sul listino principale). Per queste ultime, considerando i corsi azionari del triennio precedente, si scopre che in realtà il premio diventa uno sconto.

I risultati empirici della ricerca ci mostrano che **molte imprese che si sono quotate negli ultimi 20 anni sono sane, crescevano già prima e continuano a crescere**. Quelle che hanno abbandonato Piazza Affari **a volte sono andate semplicemente male** (in funzione del rischio imprenditoriale e a volte anche per pratiche censurabili), o **sono state acquisite da altri gruppi o fondi**, o **sono state riassorbite in altre società sempre quotate**, oppure **hanno scelto di tornare 'private'**. In questo ultimo caso, ci pare che l'idea sia stata semplicemente **o di giocare d'anticipo rispetto a *trend* negativi sulla *performance* operativa o di poter implementare più liberamente le proprie strategie future o - solo in alcuni casi - ritirare le azioni opportunisticamente a buon prezzo,** consci delle aspettative ottimistiche future, che infatti hanno portato a incrementi del volume d'affari e degli utili.

La lezione finale è che **la quotazione in Borsa è un vantaggio competitivo di lungo termine per le imprese sane**: utilizzarla come 'porta girevole' è una forte tentazione laddove ci siano condizioni attraenti, ma vanifica numerose opzioni future.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

1. Quotazione in Borsa e *delisting*: le principali determinanti

Introduzione

La quotazione in Borsa di un'impresa rappresenta, nel mondo capitalistico, il 'coronamento' di un progetto imprenditoriale. Tecnicamente, la quotazione dà l'opportunità a chi vuole comprare o vendere azioni di una società di poterlo fare semplicemente, a basso costo, contando su una buona liquidabilità futura. In realtà, al di là del fatto 'tecnico', la quotazione introduce una discontinuità nella vita di un'azienda, che da quel momento è sotto la luce dei riflettori degli investitori e delle autorità che vigilano per proteggere il risparmio. Diversi sono gli incentivi (un'impresa quotata ha tutto l'interesse a mostrare utili crescenti, l'impresa non quotata cercherà - nei limiti del possibile - di comprimerli per pagare meno imposte), diversa è l'organizzazione della reportistica interna ed esterna, diversi sono i meccanismi di *governance*.
In questo capitolo passiamo in rassegna i benefici che può ottenere un'impresa quotandosi in Borsa, ma parliamo anche degli adempimenti e degli oneri correlati. Si tratta di motivazioni economiche che si sovrappongono a considerazioni strategiche del *team* imprenditoriale, il quale potrebbe ritenere più o meno desiderabile l'ingresso a Piazza Affari, in funzione anche di esigenze legate al ricambio generazionale e alla struttura proprietaria dell'impresa.

Perchè quotarsi in Borsa...

I vantaggi della quotazione in Borsa sono generalmente riconducibili a quattro fattori (Giorgino *et al.*, 2001): benefici finanziari, operativi, organizzativi, fiscali.
Un'impresa quotata ha a disposizione un canale diretto (il mercato borsistico) per raccogliere capitale, rivolgendosi direttamente agli investitori (Holmström e Tirole, 1993); essa potrà quindi meglio superare il vincolo finanziario che spesso caratterizza le imprese quando vogliono fare investimenti (Carpenter e Petersen, 2002). Inoltre viene percepita come meno rischiosa; l'asimmetria informativa è in genere minore perchè le informazioni fornite al mercato sono più dettagliate e frequenti rispetto ad una controparte non quotata. Il rischio di comportamenti opportunistici è minore, per la minaccia di sanzioni delle autorità. Ciò ha un effetto benefico sia sul costo del capitale di rischio (Röell, 1996) sia sul capitale di debito, anche per il maggiore potere contrattuale verso le banche (Pagano *et al.,* 1998).
Una società quotata può concludere un'acquisizione pagandola con 'carta' ovvero con un concambio di azioni; essendo quotate, il loro valore è oggettivo e più attendibile rispetto a titoli non quotati. Non ci sarà bisogno quindi di reperire cassa per finanziare l'acquisizione.
Dal punto di vista operativo, la quotazione in Borsa è un evento di *marketing*; dà l'opportunità all'emittente di farsi conoscere e di far conoscere i suoi prodotti. Non è un caso che alcune aziende vadano a quotarsi in mercati esteri che rappresentano *target* importanti per il *business*. Inoltre lo *status* di azienda quotata in Borsa può rappresentare un segnale di affidabilità per clienti e fornitori (Stoughton e Zechner, 1998).
Rispetto ai temi organizzativi, è ben noto che una società quotata deve dotarsi di un efficace sistema di controllo di gestione interno, per alimentare l'informativa verso l'esterno; ciò comporta dei costi (come si vedrà) ma indubbiamente porta anche dei vantaggi in

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

termini di possibili guadagni di efficienza sui costi e di produttività. Inoltre, strutturarsi in maniera più organica per un'azienda, soprattutto per le PMI, vuol dire 'smarcarsi' da un'organizzazione accentrata e troppo personalizzata sulla figura dell'imprenditore, verso una maggiore 'managerializzazione' dell'organizzazione (Mello e Parsons, 2000). Ciò appare particolarmente importante in un contesto in cui le imprese tendono ad essere sempre meno *capital intensive* per diventare più *human intensive.*

Non va poi dimenticato che una società quotata può meglio attirare *manager* di talento, che per ragioni di prestigio potrebbero preferirla a concorrenti non quotati (Draho, 2010). Essa potrà poi offrire ai suoi *manager* piani di incentivazione attraverso *stock option* più interessanti, perchè originati con titoli oggettivamente prezzati dal mercato e facilmente liquidabili in futuro.

Essere quotati vuol dire anche essere soggetti al ruolo di 'disciplina' del mercato: eventuali investitori istituzionali potrebbero entrare nell'azionariato e svolgere un ruolo di *monitoring* incentivando i *manager* a massimizzare il valore aziendale e ad astenersi dall'estrazione di benefici privati o dal lancio di investimenti non efficienti (Pagano e Röell, 1998). Qualora ciò accada, gli investitori uscirebbero probabilmente dal capitale, con effetti negativi sul prezzo delle azioni.

Infine, fra le determinanti della quotazione potrebbero esserci incentivi fiscali. Riconoscendo il valore generato dalla quotazione in Borsa per il sistema economico, sono diversi i Paesi che hanno introdotto nel tempo delle agevolazioni. Per l'Italia, possiamo citare il Decreto Tremonti del 1994 e il D.L. 466/1997 (con la cosiddetta Super Dual Income Tax). Più recentemente, la Legge di Bilancio 2018 ha approvato il credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione in Borsa delle PMI, misura rifinanziata per il 2022, con un tetto massimo di € 200.000 per azienda.

La Tabella 1.1 riassume i vantaggi analizzati, con riferimento alla bigliografia rilevante.

Tabella 1.1
Riassunto dei principali vantaggi legati alla quotazione in Borsa

Vantaggi	Riferimenti bibliografici
Canale diretto di raccolta di capitale di rischio	Holmström e Tirole (1993); Carpenter e Petersen (2002)
Maggiore potere contrattuale verso le banche	Pagano *et al.* (1998)
Minore costo del capitale	Röell (1996)
Possibilità di fare acquisizioni con concambio azioni	Brau e Fawcett (2006)
Leva di *marketing*	Giorgino *et al.* (2001)
Migliore immagine verso clienti e fornitori	Stoughton e Zechner (1998)
Attrazione di *manager* talentuosi	Draho (2010)
Managerializzazione dell'impresa	Mello e Parsons (2000)
Maggior valore dei piani di *stock option*	Draho (2010)
Migliore controllo di gestione interno	Giorgino *et al.* (2001
Ruolo di *monitoring* e 'disciplina' del mercato	Pagano e Röell (1998)
Detrazioni fiscali e crediti d'imposta	Giudici e Paleari (2000)

... e perchè uscire dalla Borsa

I fattori che invece potrebbero suggerire ad un'impresa quotata di ritarsi dal mercato appartengono a due sfere: costi e adempimenti.

Rispetto ai costi, è chiaro che una società quotata dovrà investire nell'organizzazione interna, assumendo nuovo personale destinato alle funzioni di Investor Relations e controllo di gestione (Ritter, 1987; Renneboog *et al.*, 2007). Sarà anche necessario potenziare la *governance*, con l'inserimento di amministratori indipendenti. Vi sono anche le *fee* richieste dalla società che gestisce il mercato di Borsa, di solito proporzionali alla capitalizzazione (De Angelo *et al.*, 1984).

Per quanto riguarda gli adempimenti (anch'essi ovviamente costosi) possiamo citare: la necessità di pubblicare i bilanci più frequentemente (Geranio, 2004), la certificazione obbligatoria del bilancio da parte di una società esterna, l'obbligo per le grandi imprese - che potrebbe presto estendersi a tutte le società quotate - di redigere la dichiarazione non

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

finanziaria legata alla sostenibilità. Inoltre la società quotata deve prestare attenzione ad una serie di obblighi, la cui violazione potrebbe comportare responsabilità e sanzioni, come ad esempio la normativa sull'Internal Dealing, la Market Abuse Regulation (MAR) e in generale le modalità con cui vengono diffuse le informazioni e gestiti i rapporti con gli investitori. Eventuali passi falsi potrebbero generare conseguenze negative sia in termini pecuniari sia per la reputazione della società (Kamar *et al.*, 2009).
Un tema molto importante è l'esposizione di una società quotata alla turbolenza del mercato. Non è raro osservare imprese che, nonostante un incremento del volume d'affari e della redditività, vedono il prezzo delle loro azioni scendere semplicemente perchè c'è un ciclo negativo di Borsa, o per problematiche di altri concorrenti quotati, che secondo il mercato (anche senza fondamento particolare) posso impattare sull'impresa (Bharat e Dittmar, 2010). Altro tipo di rischio al quale le imprese sono esposte è il potenziale *spillover* di informazioni di valore verso i concorrenti (non quotati) dal momento che le informazioni rilasciate alla comunità finanziaria potrebbero avvantaggiarli (Maksimovic e Pichler, 2001).
Gli svantaggi citati sono riassunti nella Tabella 1.2.

Tabella 1.2
Riassunto dei principali svantaggi legati alla quotazione in Borsa

Svantaggi	Riferimenti bibliografici
Costi di struttura interni (ex. Investor Relator, *governance*)	Ritter (1987); Renneboog *et al.* (2007)
Fee richieste dalla società di gestione del mercato	De Angelo *et al.* (1984)
Obblighi di rendicontazione (ex. certificazione bilanci)	Geranio (2004)
Adempimenti normativi (ex. Internal Dealing, MAR)	Kamar *et al.* (2009)
Rischi di *compliance*	Kamar *et al.* (2009)
Esposizione alla volatilità del mercato	Weir *et al.* (2005); Bharat e Dittmar (2010)
Parziale perdita del controllo sull'azionariato	Brennan e Franks (1997)
Spillover di informazioni verso la concorrenza	Maksimovic e Pichler (2001)
Difficoltà nell'implementazione di ristrutturazioni rilevanti	Giudici e Vismara (2021)

Costi e adempimenti risultano così rilevanti per le PMI, che in tutti i mercati, accanto al listino principale, esistono listini non regolamentati (codificati anche dalla MiFID II come 'SME Growth Market') riservati alle PMI, con requisiti meno stringenti, procedure semplificate e costi ridotti (Vismara *et al.*, 2012).
In generale, si ritiene che una delle determinanti che possono spingere le imprese quotate a ritirarsi dal mercato sia anche la strategia di riprendere il controllo completo sull'azionariato dell'impresa. Verò è che la maggioranza delle società quotate su Borsa Italiana sono controllate con la maggioranza assoluta dei diritti di voto da un imprenditore, o da una famiglia o da un patto di coalizione, ma chiunque potrà sempre diventare socio acquistando titoli sul mercato aperto, facendo pesare la propria voce (Brennan e Franks, 1997). Sotto questo punto di vista, se sono programmate operazioni di ristrutturazioni societarie rilevanti o di importanti cambi di strategie, esse potranno essere più facilmente e velocemente implementate tornando allo *status* di società non quotata, con maggiore autonomia di azione (Giudici e Vismara, 2021).
La decisione stessa di quotare (o di delistare) la società può dipendere dalle condizioni temporanee del mercato. Secondo la teoria della *window of opportunity* (Loughran e Ritter, 1995) un alto valore dei multipli di valutazione potrà incentivare molte aziende a quotarsi, così come una fase negativa potrà spingere gli imprenditori a ritirare le azioni dal mercato, opportunisticamente traendo vantaggio dalle basse valutazioni rispetto ai fondamentali (Weir *et al.*, 2005; Pattitoni *et al.*, 2015).

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

2. Il flusso di imprese in ingresso e in uscita dal listino azionario di Borsa Italiana dal 2002 al 2021

In questo capitolo riportiamo i numeri sul flusso di ammissioni e di revoche che hanno interessato i listini azionari di Borsa Italiana negli ultimi 20 anni, evidenziando gli effetti sulla capitalizzazione del mercato. Inoltre confrontiamo la situazione di Borsa Italiana con quella delle altre principali piazze finanziarie europee.

Il flusso in ingresso

Secondo quanto riportato dalle statistiche di Borsa Italiana, nel corso degli ultimi 20 anni il numero di emittenti quotate sui listini azionari di Piazza Affari è considerevolmente aumentato. La Figura 2.1 riporta il numero di società che risultavano quotate a fine anno fra il 2002 e il 2021, distinte fra il listino principale MTA (ora EXM, Euronext Milan, comprendendo anche i veicoli societari su MIV) e AIM Italia/MAC (ora EGM, Euronext Growth Milan), il listino non regolamentato ai sensi della MiFID II. Vengono evidenziati anche i contributi nel Nuovo Mercato (riassorbito nel listino principale nel 2005) e del Mercato Ristretto (poi ridenominato Expandi, anch'esso riassorbito nel listino maggiore nel 2009). I numeri escludono le società estere quotate anche su altri listini (in particolare il segmento MTA International divenuto poi GEM Global Equity Market). Si può notare come, dopo i minimi registrati nel 2003 e nel 2004, il mercato nel complesso abbia superato le 300 società quotate nel 2007, ma da quel momento sul listino principale si sia osservato un costante declino, che nel 2021 ha portato il numero di società a 233 (compresi i veicoli quotati su MIV). Ciononostante, la Borsa azionaria nel suo complesso ha visto le imprese quotate crescere fino al *record* di 407 grazie al contributo di Euronext Growth Milan, che è arrivato a fine anno a 174 società presenti.
Le nuove ammissioni registrate nel corso dei 20 anni possono essere classificate fra:
- IPO (ovvero ammissioni contestuali ad un collocamento di titoli azionari sul mercato, destinato a investitori professionali e/o investitori *retail*, da parte di un'impresa che si affaccia per la prima volta in Borsa e quindi impegnata a costituire il capitale flottante);

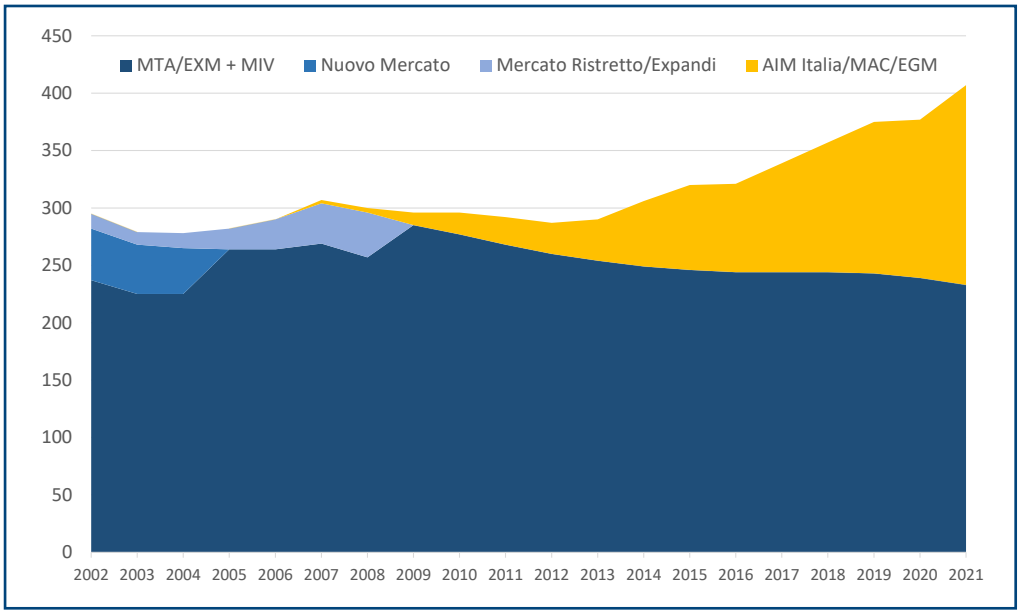
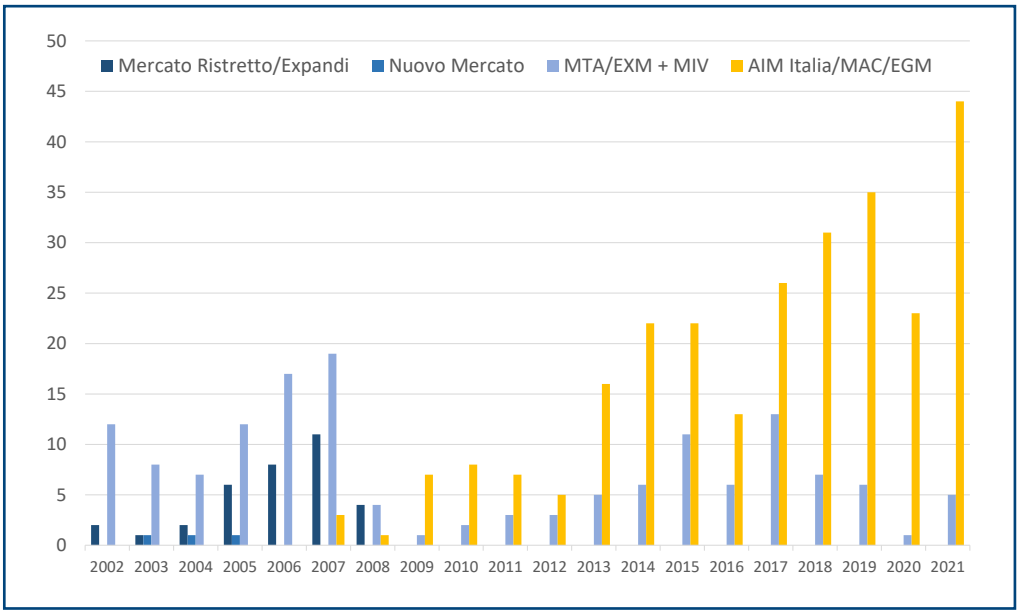


Figura 2.1
Numero di società quotate sui listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021. Sono escluse le imprese quotate su MTA International/ Global Equity Market. Fonte: Borsa Italiana

Figura 2.2

Flusso di nuove ammissioni sui listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021. Sono escluse le imprese di MTA International/ Global Equity Markets e i trasferimenti da altri listini verso il listino principale.
Fonte: Borsa Italiana



- ammissioni legate a scissioni (*spin-off*) o altre operazioni societarie che riguardano imprese già quotate;
- ammissioni di imprese già in possesso dei requisiti sul capitale flottante, vuoi perchè già quotate in precedenza, vuoi perchè a controllo diffuso (come le società cooperative);
- ammissioni di imprese che si fondono con aziende già quotate e vengono ammesse a loro volta a quotazione senza offerta pubblica (in questo caso quindi l'azienda quotata ha caratteristiche diverse rispetto a quella acquisita);
- ammissioni in seguito a *business combination* di una SPAC (Special Purpose Acquisition Company); parliamo di un'azienda non quotata che si fonde, con un *reverse takeover*, con un veicolo che in precedenza si era quotato in Borsa tramite IPO (il primo caso precedente), con il contestuale *delisting* della SPAC;
- trasferimenti da altri listini (ad esempio il passaggio da EGM al listino principale) o ammissioni di società già quotate su altri listini (è il caso del *cross-listing*, ovvero di società già quotate all'estero che iniziano le contrattazioni anche a Piazza Affari).

La Figura 2.2 descrive il flusso annuale delle nuove ammissioni, escludendo però i trasferimenti[1] e i *cross-listing*, poichè vogliamo evidenziare l'arrivo sul mercato di 'nuove' imprese. Nei numeri del listino principale sono inclusi i contributi del MIV (limitatamente ai veicoli societari), del Mercato Ristretto (divenuto Expandi nel 2004) e del Nuovo Mercato, entrambi riassorbiti nel MTA rispettivamente nel 2009 e nel 2005 (con un periodo transitorio in questo ultimo caso, che ha originato il segmento MTAX).

[1] Per completezza, nell'arco del periodo sono stati registrati 21 trasferimenti di società dal segmento AIM Italia/EGM al listino principale, più 1 dal Mercato Ristretto.

Tabella 2.1

Flusso di nuove ammissioni sui listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021: dettaglio annuale. Sono escluse le imprese di MTA International/ Global Equity Markets e i trasferimenti da listini secondari verso il listino principale.
Fonte: Borsa Italiana

(*) comprende anche Nuovo Mercato e Mercato Ristretto/Expandi

	Anno	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Totale
MTA(EXM)/MIV (*)	IPO	6	4	8	15	21	29	6	1	2	2	1	3	5	9	3	8	5	4	1	5	138
	Spin-off	3	2	1	1	2	-	1	-	-	1	1	1	-	-	1	1	1	-	-	-	16
	Ammesse	2	-	-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-	6
	Fusioni	3	4	1	1	2	1	1	-	-	-	-	1	1	1	1	1	-	1	-	-	19
	Bus. comb.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	2	1	1	-	-	6
	Totale	14	10	10	19	25	30	8	1	2	3	3	5	6	11	6	13	7	6	1	5	185
AIM Italia/MAC/EGM	IPO						3	1	6	8	7	5	14	21	19	11	24	26	31	21	44	241
	Spin-off						-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1
	Ammesse						-	-	1	-	-	-	1	1	1	-	-	-	-	-	-	4
	Fusioni						-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	2
	Bus. comb.						-	-	-	-	-	-	1	-	2	1	2	4	4	1	-	15
	Totale						3	1	7	8	7	5	16	22	22	13	26	31	35	23	44	263
Totale generale		14	10	10	19	25	33	9	8	10	10	8	21	28	33	19	39	38	41	24	49	448

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La Tabella 2.1 riporta nel dettaglio il numero di ammissioni annuali distinte secondo le categorie prima indicate, sempre escludendo trasferimenti e *cross-listing*. In totale abbiamo un campione di 448 ammissioni in 20 anni, di cui 263 (il 59%) su EGM.
L'elemento più significativo per il mercato appare la fase negativa che i listini hanno vissuto con la crisi finanziaria del 2008/2009, che ha visto una ripresa solo nel 2013, grazie soprattutto al contributo di AIM Italia. Il 2020 è stato un anno di incertezza, legato alla pandemia Covid-19, mentre il 2021 è andato molto bene, in particolare per EGM.
Se andiamo a osservare il contributo delle diverse tipologie di operazioni, quello più consistente arriva dalle IPO (75% delle nuove quotazioni sul listino principale, 92% su EGM). Le *business combination* delle SPAC hanno dato un buon contributo negli ultimi anni, soprattutto sul listino non regolamentato per le PMI.

Il flusso in uscita

Per quanto riguarda invece il flusso in uscita, la Figura 2.3 evidenzia le cancellazioni avvenute in ogni anno dai due listini, sempre escludendo le società estere di MTA International e GEM Global Equity Market e i trasferimenti da EGM al listino regolamentato. In totale si tratta di 336 cancellazioni[2], di cui ben 268 sul listino principale e 68 su AIM Italia/EGM.
Per distinguere fra le diverse tipologie di *delisting*, adottiamo la tassonomia rappresentata nella Figura 2.4. La cancellazione di un'impresa dal listino può avvenire fondamentalmente per diversi motivi, abbastanza eterogenei fra loro:
1) cancellazione per cessazione delle attività ordinarie dell'emittente; questo può accadere perchè la società viene messa in liquidazione (qui rientrano anche le SPAC che non hanno realizzato la *business combination*) oppure perchè viene dichiarato il fallimento o l'amministrazione straordinaria;
2) cancellazione sulla base del Regolamento di Borsa Italiana; si tratta di casi che di solito si accompagnano a situazioni di difficoltà dell'impresa e che riguardano soprattutto due eventi: la mancanza di figure chiave richieste come il Nomad o lo Specialist, oppure la sospensione prolungata delle contrattazioni; altre evenienze sono l'azzeramento del capitale sociale, i concordati in continuità, la mancata certificazione del bilancio;
3) cancellazione a seguito di un'acquisizione condotta da un'impresa o da un fondo esterno al nucleo di controllo; in questo caso l'azienda esce dal listino o perchè viene fusa nell'azienda *bidder* o perchè a seguito dell'acquisizione viene a mancare il flottante (di solito avviene a valle di un'OPA);
4) cancellazione a seguito di fusione in un'altra impresa quotata che fa parte dello stesso gruppo; in questo caso si tratta di operazioni tese a semplificare la struttura proprietaria

[2] Si noti che, partendo dalle 294 società quotate a inizio 2002, sommando 448 ammissioni e togliendo 336 cancellazioni si arriverebbe a 406 società quotate a fine 2021 e non 407 come riportato nelle pagine precedenti.
La differenza è legata al *delisting* delle azioni ordinarie di Edison seguito all'acquisizione di EDF nel 2012, considerato come tale nella ricerca. Tecnicamente le azioni di rispamio sono ancora quotate in Borsa, quindi l'impresa è oggi rappresentata a Piazza Affari.

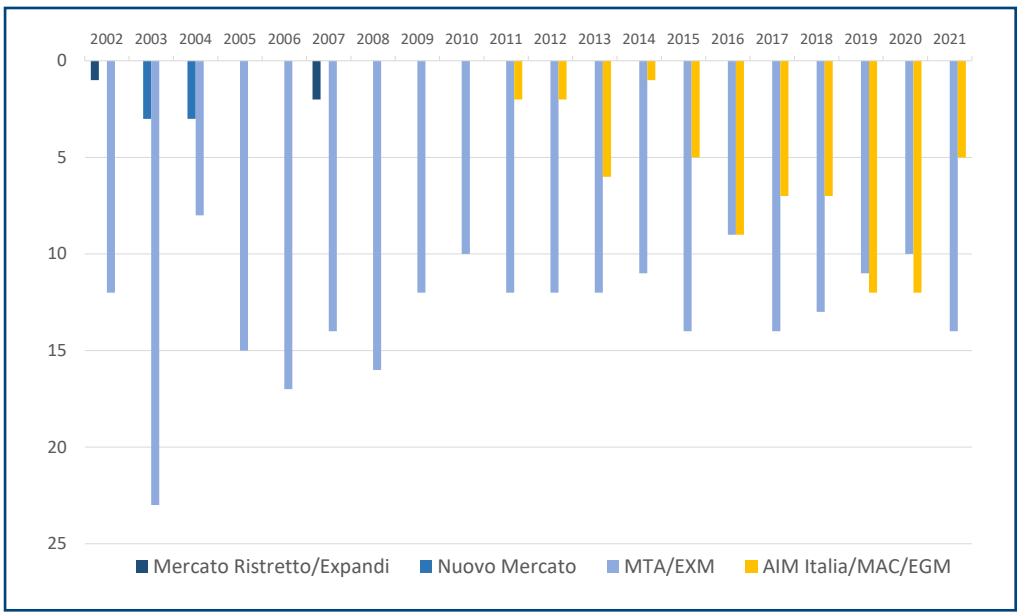
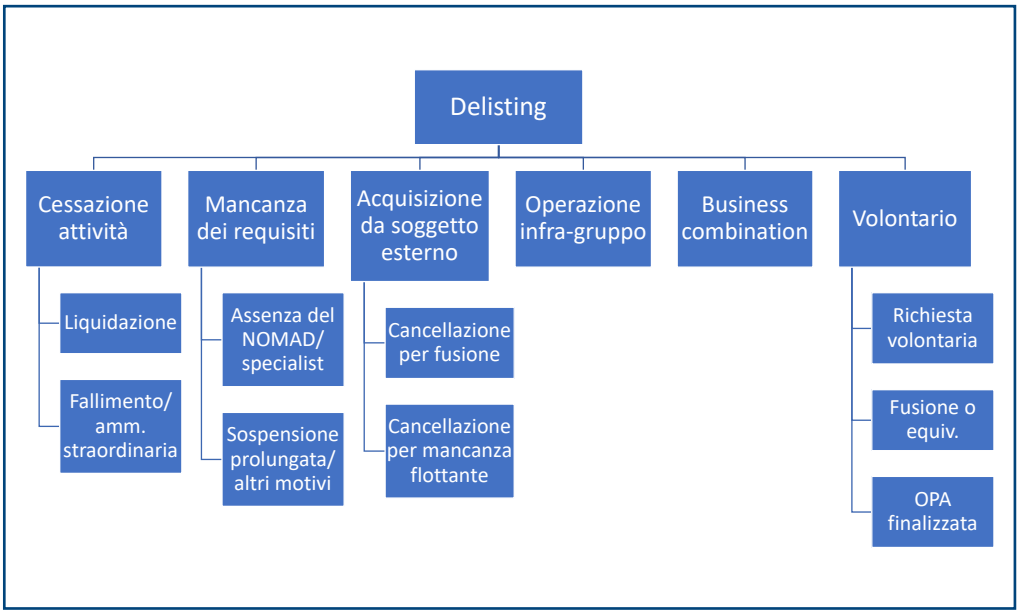


Figura 2.3
Flusso di cancellazioni dai listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021. Sono escluse le imprese di MTA International/Global Equity Markets e i trasferimenti da altri listini verso il listino principale.
Fonte: Borsa Italiana

Figura 2.4
Tassonomia dei *delisting* adottata dalla ricerca



e la peculiarità è che l'azienda rimane comunque quotata a Piazza Affari, sebbene non più autonomamente ma come divisione di un'altra società quotata;
5) *business combination* di una SPAC, che si fonde con un'altra impresa; Borsa Italiana contabilizza questa operazione come un *delisting*, a fronte della quotazione dell'impresa *target* oggetto di *reverse takeover*, come evidenziato in Tabella 2.1 (quindi a saldo nullo);
6) cancellazione a seguito di un'iniziativa volontaria condotta dal soggetto che controlla l'impresa; si tratta della tipologia di maggiore interesse ai fini di questa ricerca, perchè è frutto della scelta strategica degli azionisti/imprenditori di uscire dal listino; il più delle volte questa operazione comporta un'offerta pubblica di acquisto (OPA) lanciata da un veicolo societario che fa riferimento agli azionisti controllanti ma in alcuni casi avviene anche attraverso una semplice richiesta volontaria, se la maggioranza qualificata degli azionisti lo desidera, o con una fusione in una società non quotata o quotata all'estero (o tecnicalità equivalenti).

Tabella 2.2
Flusso di cancellazioni dai listini azionari di Borsa Italiana dal 2002 al 2021: dettaglio annuale. Sono escluse le imprese quotate su MTA International/ Global Equity Markets e i trasferimenti da AIM Italia/EGM verso il listino principale. Fonte: Borsa Italiana

(*) comprende Nuovo Mercato e Mercato Ristretto/Expandi

	Anno	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Totale
MTA/MIV (*)	Cessazione	-	1	6	4	1	2	-	-	3	4	2	5	4	5	-	1	-	-	2	-	40
	Mancanza requisiti	-	-	-	2	1	1	-	1	-	-	-	-	-	-	1	3	-	1	-	-	10
	Acquisiz. esterna	3	11	3	2	6	8	7	2	4	4	2	2	3	3	6	3	5	2	4	7	87
	Operaz. infragr.	6	6	-	2	6	2	1	3	-	-	3	2	4	2	2	2	-	2	3	-	46
	Bus.comb.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	1	-	2	1	-	-	-	5
	Volontario	4	8	2	5	3	3	8	6	3	4	4	3	-	3	-	3	7	6	1	7	80
	Totale	13	26	11	15	17	16	16	12	10	12	12	12	11	14	9	14	13	11	10	14	268
AIM Italia/MAC/EGM	Cessazione						-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	-	-	2	4	-	7
	Mancanza requisiti						-	-	-	-	2	1	5	-	2	3	2	1	-	3	-	19
	Acquisiz. esterna						-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2	2	3	1	4	13
	Operaz. infragr.						-	-	-	-	-	1	-	-	-	1	-	-	-	1	-	3
	Bus.comb.						-	-	-	-	-	-	1	-	2	1	2	4	6	1	-	17
	Volontario						-	-	-	-	-	-	-	1	1	2	1	-	1	2	1	9
	Totale						-	-	-	-	2	2	6	1	5	9	7	7	12	12	5	68
Totale generale		13	26	11	15	17	16	16	12	10	14	14	18	12	19	18	21	20	23	22	19	336

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

La Tabella 2.2 evidenzia il flusso dei *delisting* disaggregato secondo le tipologie considerate. Il valore annuale più alto è relativo al 2003 (con 26 casi totali dovuti soprattutto alle 11 acquisizioni) seguito dal 2019 (23) e dal 2020 (22). La distribuzione temporale sembra però più omogenea rispetto alle ammissioni. Proprio le acquisizioni sono state le cause più frequenti del *delisting* sui listini regolamentati (87, pari al 32%) seguiti dalle decisioni volontarie (80, il 30%). Su EGM invece il venire meno dei requisiti di quotazione è il motivo dominante finora (19 casi, ovvero il 28%).
A fronte del rilevante *turnover* documentato dai dati, diventa interessante individuare l'effetto delle nuove quotazioni e dei *delisting* sulla capitalizzazione di mercato. A tal fine si è considerato in ogni anno il contributo (positivo) delle nuove imprese quotate con IPO o semplice ammissione, misurato al prezzo di chiusura del primo giorno di quotazione, escludendo le scissioni senza contestuale offerta pubblica, poichè l'effetto netto complessivo sul mercato è neutro[3] (il valore della società originaria prima dell'operazione dovrebbe infatti coincidere con il valore della società originaria dopo, più il valore della società scissa). Per le SPAC, si è considerato il valore dello *special purpose vehicle* alla quotazione, con il relativo incremento alla successiva *business combination*. Se un'impresa non quotata in precedenza si fonde con una società quotata a Milano, viene considerato solo l'incremento di capitalizzazione, legato alle attività che si 'aggiungono' a quelle già valorizzate nella società presente a listino.
Si è poi considerata la perdita di capitalizzazione del mercato a causa dei *delisting*; metodologicamente si è optato per prendere come riferimento la capitalizzazione di mercato dell'azienda cancellata al giorno prima dell'annuncio del *delisting* (o comunque di quando il mercato ha avuto l'informazione che la società sarebbe uscita dal listino). Ciò consente di depurare il conteggio da eventuali premi offerti in caso di OPA, che non ci sarebbero stati se la società fosse rimasta quotata. Per il motivo prima descritto, se la società cancellata si fonde con un'altra impresa sempre quotata su Borsa Italiana, non viene conteggiata alcuna perdita di capitalizzazione.
I risultati sono riportati nella Figura 2.5, dove l'incremento della capitalizzazione del mercato da un quinquennio all'altro è dato dalla somma algebrica di quattro componenti:
1) gli aumenti di capitale effettuati dalle imprese già presenti sul mercato;
2) l'ingresso di nuove società quotate;
3) l'uscita di imprese cancellate;
4) l'apprezzamento o il deprezzamento dei valori azionari, misurato dalla *performance* annuale dell'indice del listino e ottenuto dal conteggio residuale.
Balza subito all'occhio la consistente perdita di valore dei listini a cavallo della crisi finanziaria del 2008/2009 che coincide anche con il quinquennio in cui l'apporto di patrimonio dalle nuove quotazioni è stato il più modesto. Il saldo fra incremento legato alle

[3] In realtà le analisi empiriche sulle fusioni e sulle scissioni non sempre evidenziano la conservazione del valore, ma si ritiene che questo effetto sia limitato e in media tenda a compensarsi.

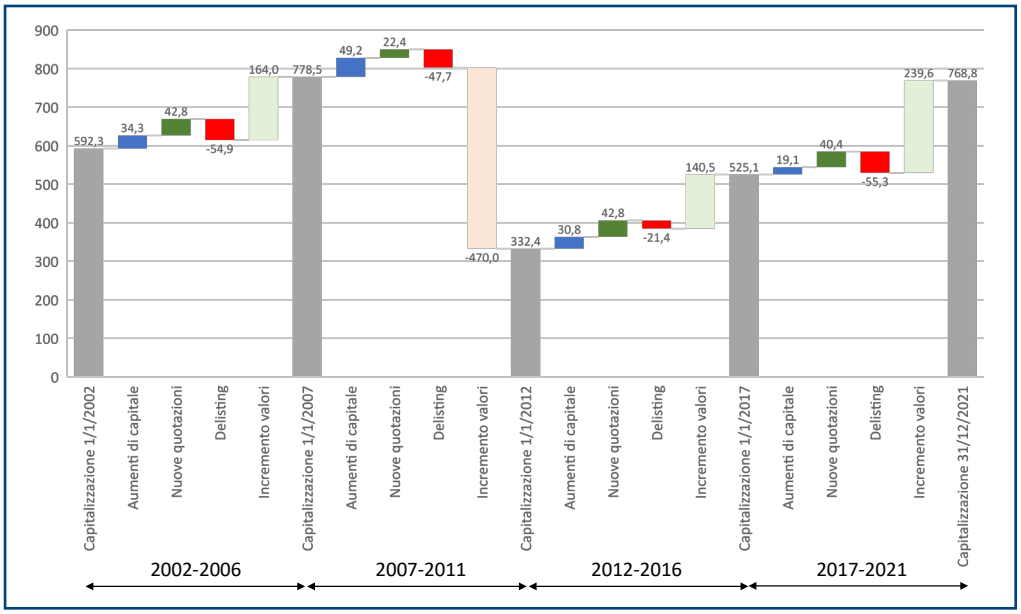


Figura 2.5
L'effetto annuale del flusso di nuove quotazioni e di *delisting* sulla capitalizzazione del mercato di Borsa Italiana. Valori in € miliardi

ammissioni e decremento dovuto ai *delisting* è positivo solo nel lustro fra il 2012 e il 2016 mentre nell'ultimo periodo (2017-2021) Piazza Affari ha perso oltre € 55 miliardi a causa dei *delisting* 'mangiandosi' quasi un quarto (il 23%) dell'incremento dei corsi azionari.

Focus sull'ultimo triennio

Per meglio apprezzare le peculiari tendenze attuali del mercato, si propone un *focus* sull'ultimo triennio, dal 2019 al 2021. Si tratta di un periodo caratterizzato da un ciclo positivo per il listino di Piazza Affari, bruscamente interrotto da metà febbraio 2020 a causa dello *shutdown* legato alla pandemia Covid-19, ma prontamente recuperato dal mese di marzo; nel giugno 2021 il valore degli indici ha recuperato i livelli pre-Covid. Le PMI hanno usufruito di incentivi fiscali sotto forma di crediti d'imposta per le spese sostenute per la quotazione in Borsa e il risparmio gestito ha beneficiato delle agevolazioni legate ai PIR (Piani Individuali di Risparmio).
La Tabella 2.3 riporta l'elenco delle ammissioni e delle cancellazioni sul listino principale nel corso del triennio, selezionate e classificate secondo i criteri definiti nelle pagine precedenti. Si tratta di 12 nuovi ingressi e di ben 35 uscite.
La Tabella 2.4 replica l'elenco per il mercato Euronext Growth Milan, che ha visto ben 102 ammissioni (con un *record* di 44 nel 2021) e 29 *delisting*.

Tabella 2.3
Elenco delle ammissioni sul listino principale di Borsa Italiana (MTA e MIV) dal 2019 al 2021.

(*) = a questi numeri si aggiungono 12 trasferimenti da AIM Italia/Euronext Growth Milan

MTA / MIV	Categorie	2019	2020	2021
Ammissioni (*)	IPO	Nexi - Sanlorenzo Italian Exhibition Group Newlat Food	GVS	Philogen - Seco The Italian Sea Group Intercos - Ariston Hold.
	Fusioni	Covivio	-	-
	Business combination	Illimity Bank	-	-
Cancellazioni	Cessazione	-	Cose belle d'Italia Stefanel	-
	Mancanza requisiti	Gruppo Waste Italia	-	-
	Acquisizione esterna	Luxottica Group Gr. Ceramiche Ricchetti	Gamenet GEDI Gruppo Editoriale Molmed Ubi Banca	Credito Valtellinese Guala Closures - Isagro Sicit Group - Astaldi Retelit - Reno De Medici
	Operazione infragruppo	Beni Stabili Gima TT	SIAS - Cir Poligrafici Editoriale	-
	Volontario	Ansaldo STS Parmalat Nice - Damiani M&C Italiaonline	Banco di Sardegna	IMA Massimo Zanetti Bev. Techedge - ASTM Panaria Group - Carraro Poligrafica S. Faustino

Per quanto riguarda il listino principale, si nota come il 2020 abbia rappresentato una 'pausa di riflessione' sia per le nuove ammissioni sia per i *delisting* volontari (peraltro il Banco di Sardegna era presente in Borsa solo con le azioni di risparmio). Nel 2021 si assiste ad un balzo delle acquisizioni e successivo ritiro dal listino di società quotate da parte di soggetti esterni. Nel solo caso di Astaldi il ramo di *business* rimane comunque parte di un gruppo quotato in Italia (Webuild). Le acquisizioni sono state condotte sia da altri gruppi industriali, quasi sempre esteri (le uniche eccezioni sono le acquisizioni di Ubi Banca e di GEDI) sia da fondi di *private equity*, a testimoniare la liquidità a disposizione di questi *player*.
Per capire come si sono orientate le strategie sia delle imprese sia degli acquirenti, la Figura 2.6 segmenta il campione dell'ultimo triennio per tipologia di *business*, attraverso la classificazione di Borsa Italiana. Viene evidenziato nell'ultima colonna il contributo delle ammissioni e cancellazioni di SPAC. Non sorprende che molte delle 'matricole' e dei *delisting* siano attivi in settori legati ai beni e servizi industriali, ma anche a settori emergenti o 'caldi' come le tecnologie ICT, i servizi finanziari (pure in ottica *fintech*) o l'*healthcare*. Fra le cancellazioni si distingue il settore dei *media* e fra gli altri comparti quello dell'alimentare/tabacco con 3 uscite nel solo 2021.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 2.6

Il flusso di ammissioni e cancellazioni su Borsa Italiana nell'ultimo triennio, in funzione della tipologia di attività (classificazione Borsa Italiana). In ultima colonna sono evidenziate le SPAC

AIM Italia/EGM	Categorie	2019	2020	2021
Ammissioni	IPO	ILPRA Gear1 (SPAC) Neosperience Maps Soc. Editoriale Il Fatto Crowdfundme AMM - Sirio ELES Gibus Officina Stellare Relatech Marzocchi Pompe Pattern Shedir Pharma Group CleanBnB Friulchem Radici Farmaè Confinvest Iervolino Entertainment Copernico Websolute Cyberoo Arterra Bioscience Matical Fintec Ucapital 24 NVP - Fos Gismondi 1754 Doxee	Unidata Sebino Cy4gate Fabilia Sourcesense Fenix Entertainment Reti Labomar ESI Trendevice Osai Automation Systems Euro Cosmetic Tecma Solutions Promotica Comal Tenax International Igeamed Mit SIM Convergence Eviso Planetel	Vantea Smart - Almawave Casasold A.B.P. Nocivelli Reevo - Premia Finance Jonix - Acquazzurra G Rent - Revo 4AIM SICAF c2 crowdf. Aton Green Storage Meglioquesto - Spindox ID-entity - Giglio.com Ind. Stars of Italy 4 (SPAC) Comp. dei Caraibi - Ala Nusco Porte - Omer Ulisse Biomed Destination Italia Intermonte Part. SIM Defence Tech Holding Medica - Soluzione tasse Cofle - Racing Force Nice Footwear Alfonsino - Take Off International Care Comp. Datrix - SVAS Biosana S.I.F. Italia Sababa Security Lindbergh - Estrima Homizy - ISCC Fintech Directa SIM - Star7 Finanza.tech
	Fusioni	-	Ind. Chimiche Forestali	-
	Business combination	Comer Industries Antares Vision Sicit Group - Salcef Group	Franchi Umb. Marmi	-
Cancellazioni (*)	Cessazione	Ideami EPS Equipa PEP 2	Gabelli Value for Italy Spactiv - VEI1 Life Care Capital LCC	-
	Mancanza requisiti	-	Energy Lab - Bio On Axelero	-
	Acquisizione esterna	SMRE - Bomi Italia Biodue	Gruppo Green Power	CFT - Elettra Investimenti AMM - Euro Cosmetic
	Operazione infragruppo	-	ICF Group	-
	Business combination	Archimede - Spaxs Gear1 - Alp.I - Sprintitaly Industrial Stars of Italy 3	TheSpac	-
	Volontario	PLT Energia	Fintel Energia Group Caleido Group	Capital for Progress S.I.

Tabella 2.4

Elenco delle ammissioni e cancellazioni su AIM Italia (ora EGM, Euronext Growth Milan) dal 2019 al 2021.

(*) = a questi numeri si aggiungono 12 trasferimenti verso il listino principale

Anche su Euronext Growth Milan si nota un temporaneo calo di IPO nel 2020, ma il 2021 si è chiuso con un *record* di nuove quotazioni a seguito di collocamento. È interessante osservare che si è interrotto nel 2020 e nel 2021 (sia sul listino principale sia sul mercato non regolamentato) il flusso di ammissioni a seguito di *business combination*; anzi, sono ben 6 nel corso del triennio le SPAC che hanno deciso di liquidare le proprie attività per l'impossibilità di chiudere con successo un accordo per individuare una società *target* da portare in Borsa.
La Tabella 2.5 riporta l'elenco delle ammissioni e cancellazioni annunciate per il 2022. Da inizio gennaio è già quotato lo *spin-off* di CNH Industrial NV (Iveco Group) mentre in febbraio sono state finalizzate le IPO di 4 nuove emittenti; oltre a Plenitude, Sisal e Selle Royal, numerose altre PMI sono in fila per entrare a Piazza Affari. Sul fronte *delisting* ha salutato il listino Cerved Group, si è chiusa l'acquisizione di Cattolica Assicurazioni e sono pianificate altre offerte pubbliche di acquisto che probabilmente porteranno alla cancellazione dei titoli.

Tabella 2.5
Nuove ammissioni e *delisting* annunciati per il 2022 su Borsa Italiana. Situazione aggiornata al 1/3/2022

	Società	Listino	Tipologia
Listing	Iveco Group	Euronext Milan	*Spin-off* (già effettuata)
	Altea Green Power	Euronext Growth Milan	IPO (già effettuata)
	Technoprobe	Euronext Growth Milan	IPO (già effettuata)
	Civitanavi Systems	Euronext Milan	IPO (già effettuata)
	Rocket Sharing Company	Euronext Growth Milan	IPO (già effettuata)
	Plenitude (Eni Retail & Rinnovabili)	Euronext Milan	IPO
	Sisal	Euronext Milan	IPO
	Selle Royal	Euronext Milan (STAR)	IPO
	Cantiere del Pardo	TBD	IPO
	De Nora	TBD	IPO
	Epta Refrigeration	Euronext Growth Milan	IPO
	Fedrigoni	TBD	IPO
Delisting	Cerved Group	Euronext Milan	Acquisizione (*delisting* 9/2/2022)
	Cattolica Assicurazioni	Euronext Milan	Acquisizione (OPA terminata)
	SITI B&T	Euronext Growth Milan	Volontario (OPA terminata)
	Energica Motor Company	Euronext Growth Milan	Acquisizione (OPA in corso)
	Sirio	Euronext Growth Milan	Concordato preventivo richiesto
	Falck Renewables	Euronext Milan (STAR)	Acquisizione (OPA annunciata)
	La Doria	Euronext Milan (STAR)	Acquisizione (OPA annunciata)
	Be Shaping The Future	Euronext Milan (STAR)	Acquisizione (OPA annunciata)

Il confronto con le altre piazze finanziarie europee

È interessante analizzare se la tendenza osservata per i listini di Borsa Italiana sia simile a quella registrata a livello globale.
Negli Stati Uniti, le società residenti quotate al NYSE (compreso il listino per le PMI NYSE American, già AMEX) e al Nasdaq a fine 2021 erano 3.784 mentre 20 anni fa erano 5.685; il numero *record* è stato raggiunto nel 1996 con 8.025 imprese (Doidge et al., 2017). Nell'ultimo anno sono state ben 309 le nuove quotazioni con IPO, il numero più alto dal 2000, senza contare le *business combination* delle SPAC (circa 200) e la quotazione di nuove SPAC (oltre 600!); le nuove ammissioni sono state quindi più di 1.000, eppure anche i *delisting* sono stati numerosi.
In Europa, focalizzando l'attenzione sulle piazze finanziarie maggiori (Regno Unito, Francia e Germania), si nota una situazione simile. La Figura 2.7 ci mostra i numeri delle imprese nazionali quotate sul London Stock Exchange, su Euronext Paris e sulla Borsa di Francoforte (Deutsche Börse), comprendendo anche i listini non regolamentati. Nel Regno Unito a fine 2021 risultavano quotate sul listino principale del London Stock

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

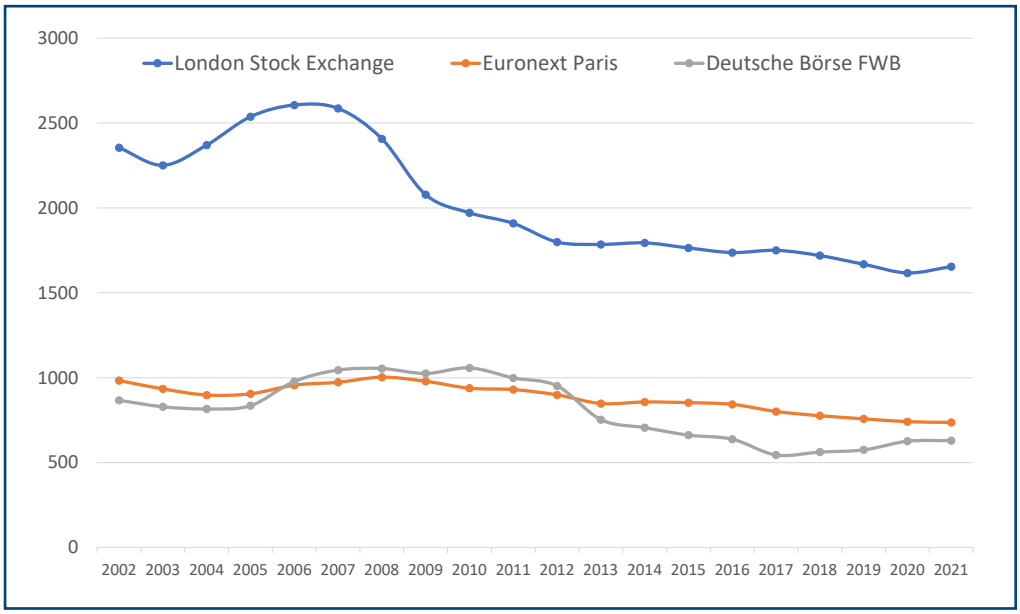


Figura 2.7
Le imprese nazionali quotate sui listini azionari (regolamentati e non) in Regno Unito, Francia e Germania negli ultimi 20 anni.
Fonti: Euronext, Deutsche Börse, London Stock Exchange

Exchange 928 imprese britanniche più altre 726 su AIM, per un totale di 1.654. A fine 2001 erano rispettivamente 1.701 e 654, per un totale di 2.355; il calo è quindi pari al 30% ma se si considera solo il listino principale è pari a ben il 45%.
In Francia, i numeri di Euronext Paris relativi al listino regolamentato, con in più i segmenti Growth e Access, descrivono un quadro con qualche differenza. A fine 2021 si contavano 737 aziende francesi quotate a Parigi (di cui 397 sul listino principale) mentre 20 anni fa risultavano 983 imprese, di cui 275 sul Premier Marché, 319 sul Second Marché, 143 sul Nouveau Marchè e 246 sul Marché Libre (non regolamentato). Il calo è del 25% ma se guardiamo solo al listino principale si nota un incremento (+44%).
In Germania, la situazione vede 630 imprese quotate a fine 2021, di cui 390 sui segmenti regolamentati Prime Standard e General Standard, più 240 sul segmento Open Market. A fine 2001 si registravano 333 società quotate sul listino principale (Amtlicher Markt), 184 sul listino regolamentato Geregelter Markt, 198 sullo sfortunato Neuer Markt e 152 sull'Open Market, per un totale di 867. Nel complesso il calo è pari al 27%.
La Figura 2.8 si riferisce sempre alle piazze finanziare di Londra, Parigi e Francoforte ed evidenzia nel corso degli ultimi 20 anni il flusso degli ingressi a listino e delle cancellazioni delle imprese residenti. Si può notare l'elevato *turnover* del listino britannico, soprattutto nella prima decade. In Germania ci sono state due 'ondate' di *delisting*: una nel 2012/2013 con la chiusura del segmento First Quotation Board a causa di numerosi

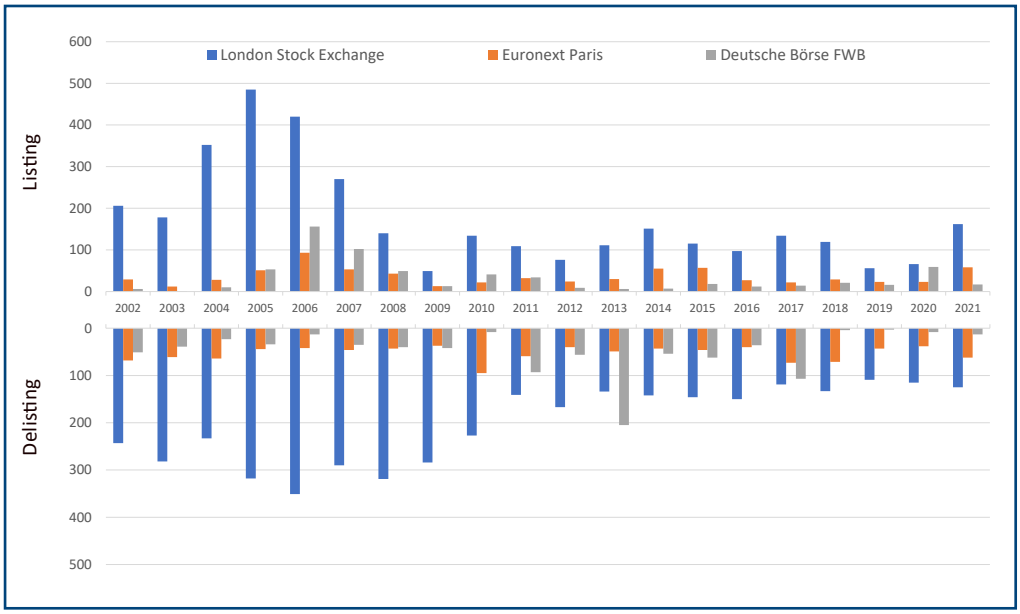


Figura 2.8
Il flusso di ammissioni e cancellazioni di imprese nazionali sui listini azionari (regolamentati e non) in Regno Unito, Francia e Germania negli ultimi 20 anni.
Fonti: Euronext, Deutsche Börse, London Stock Exchange

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

scandali legati a manipolazioni di mercato e una nel 2017 con la chiusura del segmento Entry Standard, sostituito da Scale e dal Basic Board.
Il 2021 ha visto un consistente incremento delle ammissioni in Regno Unito e Francia (con 162 e 58 imprese nazionali quotate rispettivamente), mentre la Germania si è posizionata dietro l'Italia (solo 17 ammissioni).
Per poter apprezzare il 'peso' che la capitalizzazione delle società nazionali quotate ha rappresentato rispetto al PIL negli ultimi 20 anni, la Tabella 2.6 confronta le piazze finanziarie citate.

Tabella 2.6
Rapporto fra capitalizzazione di mercato delle società nazionali quotate in Borsa e PIL nelle piazze finanziarie di: Italia, Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Germania. Evoluzione negli ultimi 20 anni.
Fonte: World Bank, Borsa Italiana

Nazione	31/12/2001	31/12/2006	31/12/2011	31/12/2016	31/12/2021
Italia (Borsa Italiana)	48,5%	52,8%	20,7%	31,8%	43,8%
USA (NYSE, NASDAQ, AMEX)	132,1%	141,6%	100,6%	145,9%	218,2%
Regno Unito (London Stock Exchange)	130,7%	139,2%	109,6%	108,0%	102,0%
Francia (Euronext Paris)	85,4%	104,7%	54,3%	87,4%	107,6%
Germania (Deutsche Börse FWB)	55,1%	54,7%	31,6%	49,5%	59,4%

Senza sorprese la crisi finanziaria del 2008/2009 ha impattato negativamente su tutte le piazze, ma Milano e Londra sono le uniche realtà che non hanno ancora recuperato i valori precedenti; gli USA hanno superato nel 2021 la soglia psicologica del 200% mentre Francia e Germania hanno comunque incrementato il rapporto negli ultimi 20 anni nonostante il minore numero di società quotate.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

3. Strategie di *listing/delisting* e correlazione con le *performance* operative e di mercato

In questa sezione della ricerca concentriamo l'attenzione sulla *performance* operativa e sulla *performance* di mercato delle imprese che hanno scelto di quotarsi e di quelle che hanno abbandonato il listino di Piazza Affari. L'analisi si focalizza sugli ultimi 10 anni osservati, dal 2012 al 2021, così da considerare un periodo abbastanza omogeneo, a valle della crisi finanziaria.

Le imprese 'entranti'

Come riscontrabile dai numeri nel capitolo precedente, dal 2012 al 2021 sono 300 le imprese italiane che sono entrate sul listino principale di Borsa Italiana (63) e su AIM Italia (ora EGM Euronext Growth Milan, 237). Il campione è così suddiviso:
- 260 quotazioni successive ad un collocamento di azioni (IPO) aperto al pubblico e/o a investitori istituzionali; sono la grande maggioranza del campione e si suddividono in 44 casi sul listino principale e 216 sul listino non regolamentato; all'interno di questo gruppo, secondo le statistiche di Borsa Italiana, abbiamo 27 imprese che si qualificano come veicoli di investimento o SPAC (*special purpose acquisition companies*), di cui 3 sul listino principale (comparto MIV);
- 5 ammissioni senza collocamento (di cui 2 sul listino principale);
- 21 operazioni di *business combination* effettuate da SPAC, di cui 15 su EGM;
- 6 imprese quotate a seguito di uno *spin-off* da un'altra società quotata, tutte relative al listino principale con un'unica eccezione;
- 8 imprese risultate da fusione fra più realtà, di cui 2 su EGM, spesso frutto di ristrutturazioni societarie per gruppi già presenti in Borsa.

Performance operativa
Il primo obiettivo è analizzare la *performance* operativa delle neo-quotate a cavallo dell'ingresso in Borsa, attraverso l'analisi dei bilanci prima e dopo la quotazione. Ai fini di questa analisi escludiamo le imprese originate da uno *spin-off* e quelle originate da una fusione dato che non esistono bilanci prima della quotazione confrontabili con quelli successivi all'ingresso in Borsa. Escludiamo poi le nuove quotazioni delle SPAC, poichè consideriamo solo i bilanci delle società con cui hanno realizzato la *business combination*. Inoltre è chiaro che per le imprese quotate negli ultimi anni è possibile avere un numero più limitato di bilanci disponibili[1].
I dati raccolti, nei tre anni precedenti l'ammissione in Borsa e nei tre anni successivi, compreso quello di quotazione, sono:
1) i ricavi consolidati;
2) EBITDA consolidato;
3) utile netto consolidato.
Per le società finanziarie, che hanno indicatori di bilancio specifici, viene condotta un'analisi a parte nelle pagine successive.
La Tabella 3.1 riporta l'evoluzione nel tempo del valore dei ricavi consolidati, suddivisi per quartile (in funzione del valore del fatturato nell'anno di quotazione) e per listino borsistico, ricavati da AIDA-BVD e da Refinitiv Eikon. Per ogni anno considerato vengono riportati il valore medio e quello mediano all'interno del quartile. Le Tabelle 3.2 e 3.3 riportano invece gli stessi dati per EBITDA e utile netto sempre consolidati.

[1] Alla data di chiusura di questa ricerca non erano ancora disponibili i bilanci del 2021 quindi vengono considerate sono le nuove ammissioni fino al 2020.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Tabella 3.1

Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei ricavi consolidati per le società non finanziarie ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020. I quartili sono definiti dai ricavi nell'anno 0 che coincide con quello della quotazione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

	(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
MTA/EXM	Primo quartile	71,5 (64,8)	86,5 (75,9)	93,6 (83,1)	102,5 (102,0)	113,0 (94,2)	116,8 (113,2)
	Secondo quartile	204,2 (192,0)	216,6 (203,6)	236,1 (233,6)	245,7 (241,7)	349,0 (333,5)	348,0 (356,3)
	Terzo quartile	324,3 (297,2)	336,3 (279,2)	381,5 (392,6)	425,2 (432,8)	463,9 (475,4)	452,1 (429,1)
	Ultimo quartile	2.949,3 (1.178,5)	2.848,5 (1.384,9)	2.967,6 (1.557,2)	2.727,3 (1.660,5)	2.969,2 (1.873,8)	2.923,7 (2.104,5)
	Numero imprese	35	35	35	35	34	30
AIM Italia/EGM	Primo quartile	7,4 (1,7)	8,1 (2,2)	5,7 (2,7)	3,3 (3,0)	6,5 (4,3)	13,6 (5,3)
	Secondo quartile	7,1 (7,9)	8,7 (8,8)	10,2 (9,3)	12,7 (13,2)	16,2 (16,1)	21,6 (16,0)
	Terzo quartile	16,6 (16,0)	20,1 (19,6)	23,7 (22,4)	26,9 (25,0)	32,2 (32,2)	32,8 (32,2)
	Ultimo quartile	115,3 (48,8)	137,5 (53,9)	163,5 (62,6)	177,6 (75,6)	224,2 (123,7)	255,1 (147,7)
	Numero imprese	143	150	159	164	142	103

Per quanto riguarda l'andamento dei ricavi, su entrambi i listini notiamo un incremento negli anni precedenti la quotazione, considerando sia il valore medio sia quello mediano. Dopo la quotazione il volume d'affari sembra confermare il *trend* positivo. Per curiosità, si può notare che le imprese di maggiori dimensioni che si quotano su EGM (ultimo quartile) nei due anni dopo l'ingresso a Piazza Affari registrano un volume d'affari spesso maggiore delle più piccole fra quelle quotate sul listino principale (primo quartile).

Per quanto riguarda il margine lordo (EBITDA), in valore assoluto si trova una crescita sia prima sia dopo la quotazione; sul listino principale l'anno della quotazione sembra quello più sfavorito, tranne che per le emittenti più grandi.

Tabella 3.2

Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dell'EBITDA consolidato per le società non finanziarie ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020. I quartili sono definiti dai ricavi nell'anno 0 che coincide con quello della quotazione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

	(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
MTA	Primo quartile	21,7 (13,0)	25,1 (19,1)	30,9 (26,5)	29,8 (23,3)	35,2 (23,7)	37,4 (28,2)
	Secondo quartile	40,7 (20,4)	44,2 (25,4)	31,1 (32,4)	47,2 (34,4)	72,5 (57,9)	81,6 (69,5)
	Terzo quartile	39,1 (36,2)	43,1 (50,4)	47,4 (50,6)	58,3 (46,8)	62,7 (64,1)	59,9 (55,4)
	Ultimo quartile	359,8 (109,5)	175,1 (93,9)	80,4 (165,8)	177,0 (185,6)	113,0 (162,0)	12,0 (193,9)
	Numero imprese	34	34	35	35	34	30
AIM Italia/EGM	Primo quartile	2,3 (0,2)	1,2 (0,3)	0,8 (0,3)	0,7 (0,4)	1,3 (0,5)	1,6 (0,7)
	Secondo quartile	1,0 (0,7)	1,4 (1,1)	2,1 (1,6)	2,9 (2,2)	3,0 (2,2)	3,2 (1,8)
	Terzo quartile	2,6 (2,0)	3,0 (2,6)	3,7 (3,1)	4,3 (3,6)	6,2 (4,2)	5,4 (4,8)
	Ultimo quartile	10,3 (7,0)	12,7 (6,2)	17,8 (10,5)	19,5 (14,6)	20,0 (15,3)	13,5 (11,7)
	Numero imprese	143	149	158	163	141	103

Rispetto all'utile netto, il dato più interessante è il 'balzo' nell'anno di quotazione, per le società più grandi di entrambi i listini, e nell'anno successivo, per le emittenti più piccole del listino principale. Le imprese di EGM con valore del fatturato sotto la mediana sembrano invece registrare maggiori difficoltà.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

(valori in € milioni)		Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
MTA/EXM	Primo quartile	6,6 (6,6)	8,0 (7,8)	12,7 (11,3)	15,9 (12,6)	29,6 (29,6)	25,0 (21,7)
	Secondo quartile	7,1 (6,0)	6,9 (7,8)	10,9 (12,5)	13,5 (10,5)	29,6 (29,6)	28,0 (17,4)
	Terzo quartile	6,9 (6,5)	9,0 (5,8)	14,7 (12,3)	24,1 (25,2)	26,8 (28,0)	29,1 (25,0)
	Ultimo quartile	191,0 (50,5)	106,7 (15,5)	93,9 (66,1)	150,8 (76,3)	184,3 (101,5)	261,6 (114,4)
	Numero imprese	34	34	34	35	34	30
AIM Italia/EGM	Primo quartile	0,5 (0,1)	0,4 (0,1)	0,2 (0,1)	0,0 (0,1)	0,0 (0,1)	0,4 (0,1)
	Secondo quartile	0,1 (0,1)	-0,3 (0,2)	0,0 (0,2)	0,8 (0,7)	0,1 (0,4)	-0,2 (0,2)
	Terzo quartile	0,7 (0,5)	0,7 (0,6)	1,3 (1,1)	1,3 (1,2)	1,3 (1,1)	1,8 (2,0)
	Ultimo quartile	2,6 (2,8)	5,6 (2,3)	7,7 (4,1)	8,2 (5,5)	6,6 (6,0)	0,6 (3,8)
	Numero imprese	144	150	159	164	142	103

Tabella 3.3

Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dell'utile netto consolidato per le società non finanziarie ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020. I quartili sono definiti dai ricavi nell'anno 0 che coincide con quello della quotazione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

Per meglio apprezzare la dinamica dell'andamento del volume d'affari per le 'matricole' di Borsa, la Figura 3.1 ci mostra il valore medio e quello mediano dell'incremento dei ricavi consolidati da un anno all'altro per il listino principale MTA; il campione è sempre suddiviso per quartili relativi al volume d'affari alla quotazione. La Figura 3.2 riporta i dati per EGM.

Anche visivamente si ottiene l'impressione che la crescita del volume d'affari sia generalizzata, con percentuali maggiori per le emittenti più piccole, come è lecito aspettarsi. Nel secondo anno dopo la quotazione, sul listino principale la crescita sembra stabilizzarsi su valori mediani (e quasi sempre medi) a una cifra percentuale. Su EGM i valori medi sono poco significativi: alcune emittenti sono molto giovani (a volte hanno meno di 3 anni) per cui la crescita del fatturato risulta elevatissima. Il valore mediano è più interessante ed evidenzia un progresso quasi sempre a due cifre fino all'anno dopo la quotazione, che tende a ridursi leggermente nell'ultimo anno considerato.

Poichè le società si sono quotate nell'arco di 10 anni, è probabile che la *performance* operativa sia stata condizionata da ciclicità di mercato. La Figura 3.3 suddivide quindi il campione totale per anno di quotazione, evidenziando il valore mediano dell'incremento annuale di fatturato.

Figura 3.1

Valore medio e mediano dell'incremento dei ricavi consolidati prima e dopo la quotazione. I quartili sono definiti dai ricavi nell'anno 0 che coincide con quello della quotazione. Campione: 35 società quotate sul listino MTA (Euronext Milan) dal 2012 al 2020

Figura 3.2

Valore medio e mediano dell'incremento dei ricavi consolidati prima e dopo la quotazione.
I quartili sono definiti dai ricavi nell'anno 0 che coincide con quello della quotazione.
Campione: 164 società quotate sul listino AIM Italia (ora Euronext Growth Milan) dal 2012 al 2020

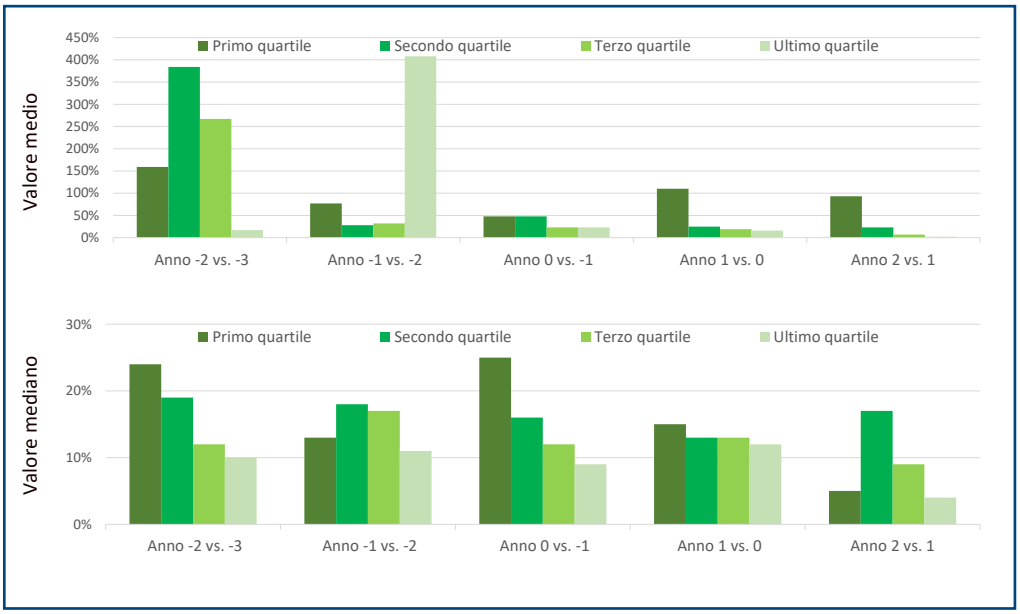
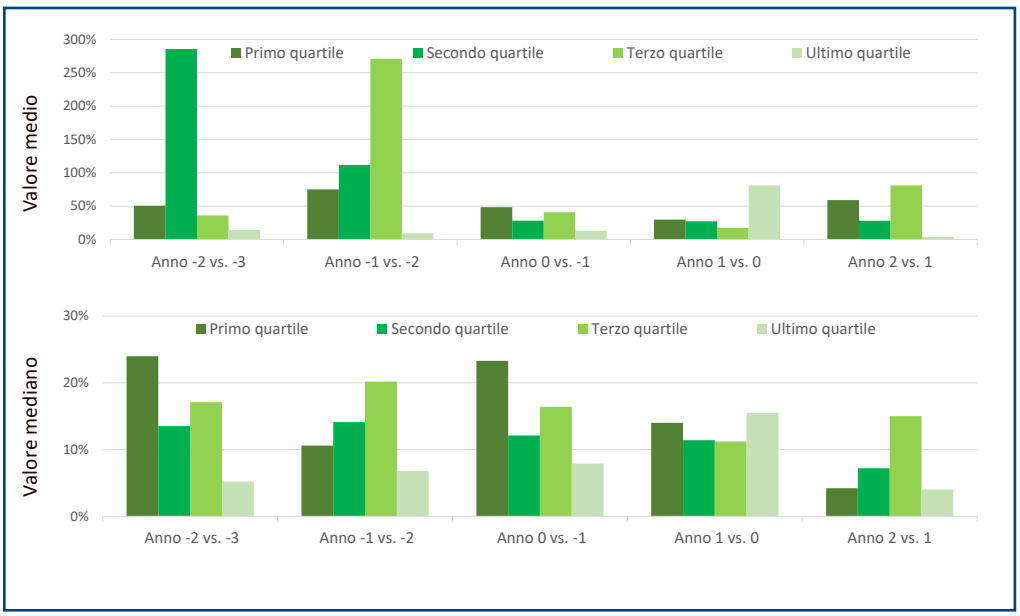


Figura 3.3

Valore mediano dell'incremento dei ricavi consolidati prima e dopo la quotazione, per anno di ammissione a listino.
Campione: 243 società non finanziarie quotate su Borsa Italiana dal 2012 al 2021

Figura 3.4

Valore medio e mediano dell'incremento dei ricavi consolidati prima e dopo la quotazione.
I quartili sono definiti dal controvalore del collocamento iniziale alla quotazione.
Campione: 243 società quotate su Borsa Italiana dal 2012 al 2021



Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

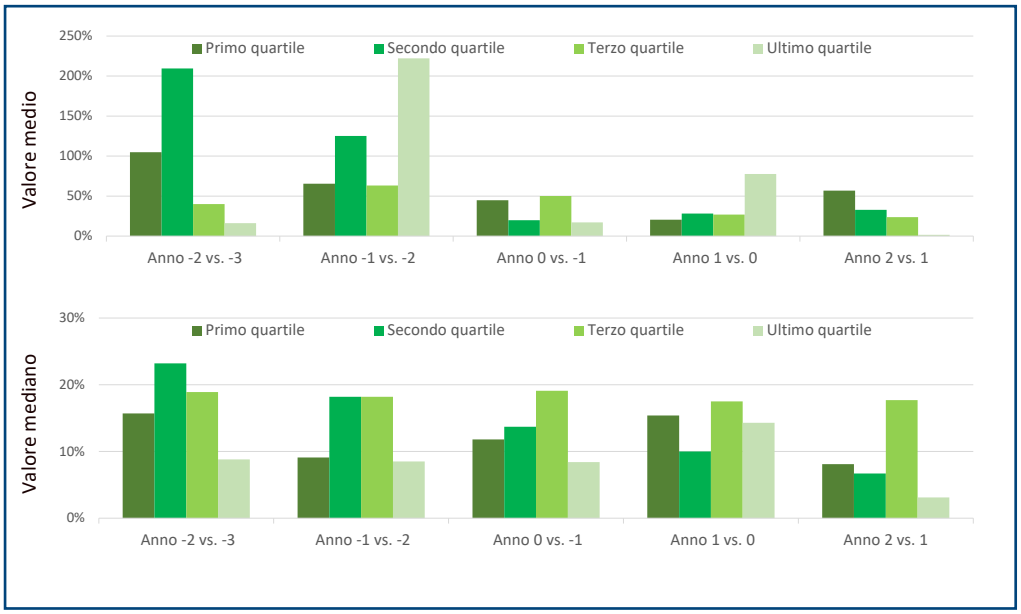


Figura 3.5
Valore medio e mediano dell'incremento dei ricavi consolidati prima e dopo la quotazione.
I quartili sono definiti dalla capitalizzazione il primo giorno di quotazione.
Campione: 243 società quotate su Borsa Italiana dal 2012 al 2021

In realtà non si notano differenze significative; l'unico dato 'anomalo' è quello del secondo anno successivo alla quotazione delle matricole del 2018, che coincide con il 2020, ovvero l'anno dello *shutdown* legato al Covid-19. Anche per le nuove quotazioni del 2019 l'anno successivo ha visto una crescita bassa, seppure positiva in valore mediano. È interessante invece vedere che le nuove emittenti del 2020 sono cresciute più del 2019. Possiamo ipotizzare che ci sia stato un meccanismo di 'selezione' per cui le imprese più penalizzate dalla pandemia abbiano rimandato la quotazione a tempi migliori.
A titolo di ulteriore verifica, il campione è stato segmentato anche per dimensione dell'offerta e per capitalizzazione iniziale.
La Figura 3.4 mostra i risultati in funzione del controvalore dell'offerta, definito dal valore del collocamento per le IPO e dal capitale raccolto alla quotazione della SPAC per le operazioni di *business combination*. Per le semplici ammissioni il controvalore dell'offerta è nullo. La Figura 3.5 invece suddivide il campione per capitalizzazione iniziale, misurata alla fine del primo giorno di quotazione. Guardando i valori mediani, sembra che le imprese con maggiore capitalizzazione alla quotazione senza sorpresa siano cresciute di più negli anni precedenti, mentre sembrano più avvantaggiate negli anni succesivi quelle sotto la mediana. Per il controvalore dell'offerta (composto sia da azioni *primary* di nuova sottoscrizione, sia da azioni *secondary* già esistenti) si vedono risultati simili.
Come argomentato nel primo capitolo, la letteratura evidenzia che le 'matricole' di Borsa potrebbero quotarsi in una fase del ciclo di vita che coincide con un rallentamento della crescita futura. Per confrontare quindi cosa accade prima dell'ingresso nel listino rispetto alla *performance* successiva, è stato calcolato nel corso del periodo dei 6 anni il CAGR (*compounded annual growth rate*) dei ricavi consolidati, su diverse finestre temporali.
I risultati sono riassunti nella Tabella 3.4.
Va ricordato che i dati non sono disponibili per tutte le emittenti, poichè alcune si sono quotate troppo recentemente (nel 2020 o nel 2021) e quindi non abbiamo i bilanci successivi. Alcune invece sono rimaste quotate meno di 5 anni quindi manca il CAGR dall'inizio alla fine.
Sull'intero periodo (prima e dopo l'ingresso in Borsa, ovvero la prima colonna della Tabella) il valore medio del CAGR è +12,0% per il listino principale, +23,3% per EGM. Il valore mediano è più contenuto (rispettivamente +8,5% e +13,7%).
Considerando solo il triennio prima della quotazione (seconda colonna in Tabella 3.4) il valore medio del CAGR è +14,4% per il listino principale, +58,0% per EGM. Il valore mediano è di nuovo più contenuto (rispettivamente +7,6% e +17,2%).
È interessante invece notare che dopo la quotazione (terza colonna della Tabella) la crescita annuale è più elevata rispetto a quella prima dell'ingresso in Borsa sul listino principale (valore medio +14,7%, valore mediano +11,9%), mentre è più contenuta per

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

il listino non regolamentato (valore medio +29,5%, valore mediano +16,2%, comunque maggiore di quella delle controparti).

Tabella 3.4

Distribuzione del valore del CAGR relativo ai ricavi per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2021. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. L'anno 0 è quello della quotazione. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

		CAGR -3;+2	CAGR -3;-1	CAGR 0;+2
MTA/EXM	Percentile 25%	2,1%	0,2%	0,9%
	Valore mediano	8,5%	7,6%	11,9%
	Valore medio	12,0%	14,4%	14,7%
	Percentile 75%	17,1%	23,2%	22,2%
	Numero imprese	30	35	30
AIM Italia/EGM	Percentile 25%	6,0%	7,1%	2,3%
	Valore mediano	13,7%	17,2%	16,2%
	Valore medio	23,3%	58,0%	29,5%
	Percentile 75%	33,4%	33,4%	33,7%
	Numero imprese	85	142	103

In generale, nell'ultimo decennio sono state davvero poche le 'matricole' che hanno registrato una crescita negativa del fatturato prima o dopo l'ammissione a Piazza Affari. Oltre alla dinamica del volume d'affari, è interessante analizzare anche come cambia la marginalità, definita dal rapporto fra EBITDA e ricavi consolidati. La Tabella 3.5 ci mostra che sul listino principale l'EBITDA *margin* è abbastanza stabile in valore mediano (compreso fra 14% e 16%) mentre su EGM è minore e sembra avere un andamento 'a gobba' raggiungendo un massimo relativo proprio nell'anno di quotazione.

Tabella 3.5

Evoluzione del valore dell'EBITDA *margin* per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2021. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. L'anno 0 è quello della quotazione. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

		Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
MTA	Percentile 25%	7,5%	8,6%	9,2%	9,5%	9,4%	10,3%
	Valore mediano	15,4%	14,5%	15,2%	14,5%	14,4%	15,9%
	Valore medio	17,5%	18,0%	14,9%	18,8%	18,8%	19,1%
	Percentile 75%	21,4%	23,4%	26,3%	28,0%	27,8%	31,4%
	Numero imprese	34	34	35	35	34	30
AIM Italia/EGM	Percentile 25%	6,0%	6,8%	8,5%	8,9%	6,0%	5,1%
	Valore mediano	10,3%	12,2%	13,5%	14,5%	12,6%	10,2%
	Valore medio	13,5%	9,5%	14,0%	4,9%	1,0%	10,6%
	Percentile 75%	17,9%	18,6%	22,2%	23,7%	21,3%	18,9%
	Numero imprese	141	149	157	162	141	103

Per quanto riguarda le società finanziarie del campione, occorre utilizzare delle metriche diverse per la *performance* operativa. In particolare analizziamo a livello consolidato il margine di interesse (per banche e *holding*) e i premi lordi (per le assicurazioni) come misura del giro d'affari e il risultato prima delle imposte come misura di redditività. La Tabella 3.6 riporta i dati principali per le 13 società finanziarie che si sono quotate a Piazza Affari dal 2012 al 2020.

Tabella 3.6

Evoluzione dei principali indicatori di bilancio consolidato per le imprese finanziarie ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020 (valori medi, fra parentesi i valori mediani). L'anno 0 è quello della quotazione. Fonte: AIDA-BVD, Refinitiv Eikon

(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
Margine di interesse / premi lordi	113,9 (51,9)	156,8 (69,9)	161,1 (64,6)	251,0 (77,4)	301,2 (103,8)	175,9 (85,2)
Incremento % da anno precedente		+27,4% (+23,2%)	+21,4% (+15,9%)	+50,5% (+20,8%)	+35,5% (+13,9%)	+7,8% (-0,7%)
Risultato prima delle imposte	34,8 (5,8)	23,7 (10,2)	46,7 (12,2)	49,5 (16,2)	70,8 (35,7)	69,0 (13,7)
Numero imprese	12	12	13	13	11	9

Anche per le società finanziarie si conferma un *trend* favorevole nel volume d'affari soprattutto prima dell'ingresso in Borsa. A valle della quotazione il *turnover* sembra cre-

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

scere meno velocemente, mentre la profittabilità corre a buon ritmo; la scarsa numerosità del campione rende però i dati meno significativi dal punto di vista statistico.

Performance di mercato

Per quanto riguarda la *performance* di mercato, è ovviamente possibile determinarla solo dopo l'ingresso in Borsa. A tal fine, attraverso i dati di Factset e Refinitiv Eikon, è stato calcolato il rendimento assoluto dei titoli fino ai 3 anni successivi alla quotazione, sempre escludendo le società ammesse per scissione o per fusione e le SPAC, per cui viene invece considerata la *performance* a valle della *business combination*. Il rendimento è stato anche corretto per la *performance* dell'indice MIB storico durante lo stesso periodo, in modo da evidenziare il rendimento differenziale rispetto al mercato.

La Figura 3.6 ci mostra i risultati medi per tutto il campione. Nell'arco dei dieci anni si osserva un rendimento assoluto mediamente positivo sia per il listino principale (si arriva a +31,7% dopo 3 anni) sia per EGM (+20,0%). Al netto del rendimento dell'indice di mercato, le 'matricole' di MTA/EXM sul trennio rendono il 22,6% in più mentre quelle del listino non regolamentato conseguono un rendimento differenziale pari a +6,2%. Il risultato è interessante perchè storicamente in Italia le imprese di nuova quotazione hanno sotto-performato rispetto al listino (Giorgino *et al.*, 2001; Dalle Vedove *et al.*, 2005).

La Tabella 3.7 riporta il dettaglio dei rendimenti di mercato assoluti e relativi in funzione dell'anno di quotazione, dove ovviamente per le ammissioni più recenti non abbiamo i dati completi a disposizione.

Sul listino principale, sono le 'matricole' dal 2014 in avanti a generare rendimenti medi migliori rispetto a quelli del mercato. La *performance* è particolarmente buona per le nuove quotazioni del triennio 2014-2016. Riportiamo fra parentesi la percentuale delle 'matricole" che riescono a 'battere' l'indice di mercato; il dato è interessante perchè ci mostra che in alcuni casi (guardiamo ad esempio i rendimenti a 3 anni per le nuove quotazioni del 2018) il rendimento medio positivo è generato da una minoranza di titoli che offrono una *performance* molto lusinghiera, mentre la maggioranza degli altri tende a sottoperformare l'indice.

Su EGM la situazione è abbastanza diversa: sono più che altro le ammissioni del 2018 a battere in media il mercato, grazie al contributo di alcuni pochi casi. Il valore mediano infatti è comunque negativo: le percentuali riportate fra parentesi non superano mai il 50%. Nel 2019 e soprattutto nel 2020 la situazione migliora.

Per individuare eventuali correlazioni fra i rendimenti differenziali rispetto all'indice di mercato, le Figure 3.7 e 3.8 riportano i valori per diversi segmenti del campione, rispettivamente per il listino principale e per EGM. La prima figura evidenzia che i rendimenti più elevati rispetto al mercato sono associati alle 'matricole' con capitalizzazione iniziale

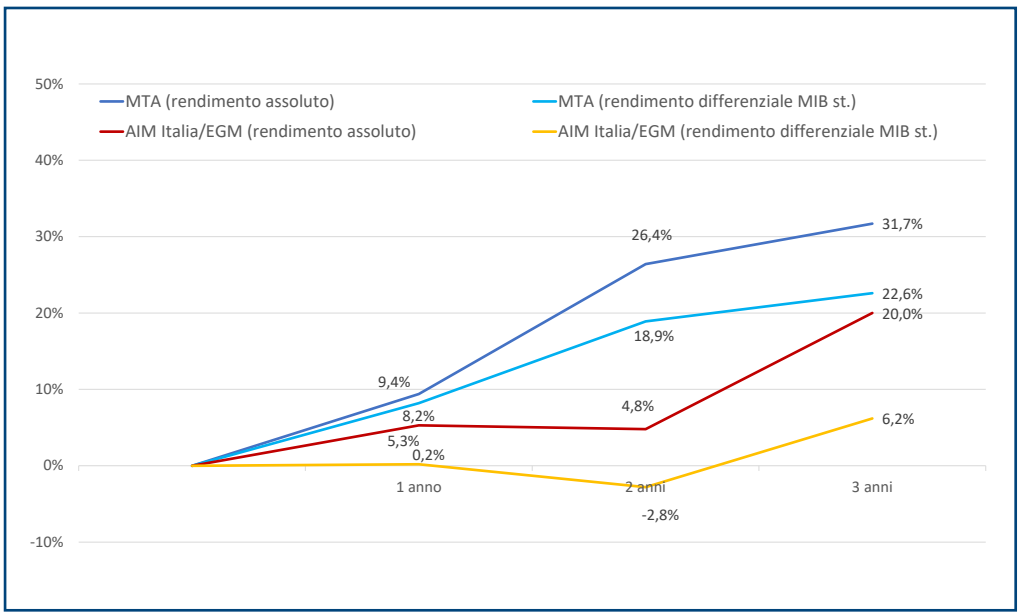
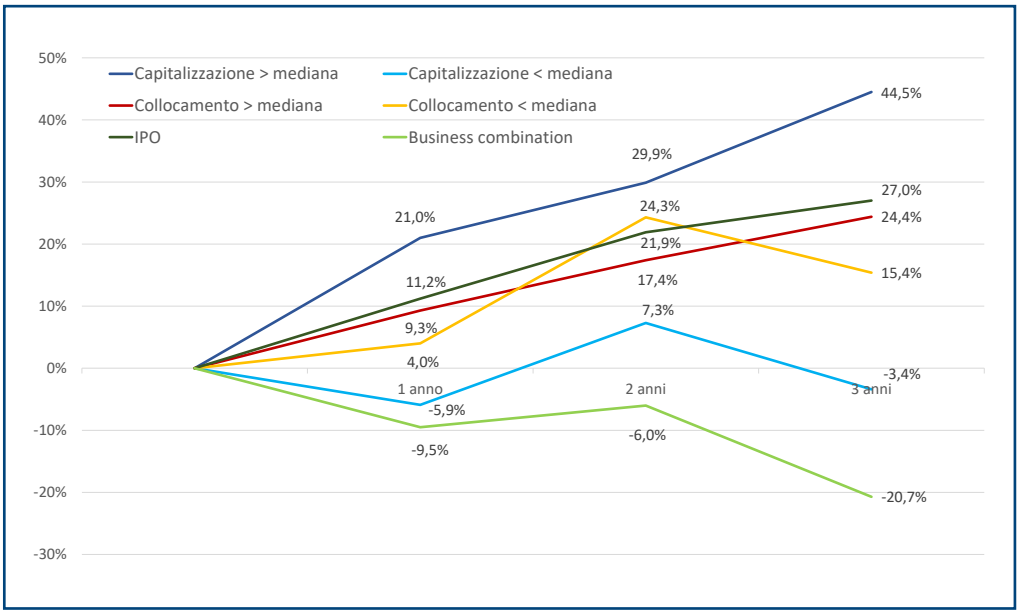


Figura 3.6

Performance assoluta e differenziale media rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC.
Fonte: Factset, Refinitiv Eikon

Figura 3.7

Performance differenziale rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione sul listino MTA/Euronext Milan dal 2012 al 2020: confronto fra diversi segmenti del campione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. Fonte: Factset, Refinitiv Eikon



più elevata e con valore del collocamento iniziale maggiore. Al contrario, le società quotate a seguito di *business combination* con una SPAC hanno generato i rendimenti più deludenti. Quest'ultimo risultato è confermato anche per il listino non regolamentato nella seconda figura, dove invece le altre correlazioni risultano meno evidenti.

Tabella 3.7

Performance media assoluta e differenziale rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione su Borsa Italiana dal 2012 al 2020: valore medio per anno di quotazione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. I numeri fra parentesi indicano le emittenti che hanno 'battuto' il mercato. Fonte: Factset, Refinitiv Eikon

Anno di quotazione		Rendimento a 1 anno		Rendimento a 2 anni		Rendimento a 3 anni	
		Assoluto	Relativo	Assoluto	Relativo	Assoluto	Relativo
MTA/EXM	2012	+1,7%	-21,6% (50%)	+34,8%	-16,4% (50%)	+13,4%	-55,5% (0%)
	2013	-36,6%	-56,3% (0%)	-20,3%	-55,4% (0%)	-2,2%	-18,6% (50%)
	2014	+52,4%	+42,% (80%)	+22,5%	+37,% (80%)	+68,0%	+60,5% (100%)
	2015	-3,8%	+15,2% (56%)	+32,4%	+33,5% (56%)	+27,7%	+26,3% (67%)
	2016	+28,1%	+11,4% (50%)	+83,7%	+54,9% (50%)	+89,5%	+72,0% (75%)
	2017	+6,7%	+5,8% (60%)	+6,1%	+3,1% (40%)	-4,3%	+5,4% (50%)
	2018	-3,9%	-12,0% (25%)	+7,7%	+8,8% (50%)	+44,7%	+15,9% (25%)
	2019	+6,7%	+17,1% (80%)	+44,8%	+28,8% (60%)		
	2020	+39,2%	+9,3% (100%)				
AIM Italia/EGM	2012	+28,0%	+17,2% (60%)	+23,9%	-20,6% (20%)	-21,6%	-80,0% (0%)
	2013	-25,4%	-40,9% (0%)	-18,8%	-48,3% (14%)	-37,3%	-46,6% (21%)
	2014	+5,9%	-6,1% (23%)	-25,5%	-17,4% (27%)	-7,5%	-20,1% (18%)
	2015	-24,1%	-6,5% (30%)	-1,0%	-0,1% (40%)	+1,6%	-1,7% (35%)
	2016	+26,6%	+5,6% (30%)	+22,5%	-3,2% (30%)	+28,5%	+1,6% (30%)
	2017	-6,6%	-6,4% (44%)	-16,6%	-20,5% (22%)	-19,1%	-19,9% (22%)
	2018	+4,8%	+2,7% (46%)	+8,7%	+17,5% (46%)	+126,5%	+106,3% (50%)
	2019	-3,5%	+5,1% (41%)	+38,0%	+21,7% (47%)		
	2020	+59,9%	+27,6% (54%)				

Le imprese 'uscenti'

Sempre ricordando i numeri nel capitolo precedente, dal 2012 al 2021 le imprese italiane che sono uscite da Piazza Affari sono 186, di cui 120 erano quotate sul listino principale e 66 su Euronext Growth Milan. Il campione è così suddiviso:

- 26 aziende che hanno cessato l'attività (di cui 19 provenienti dal listino principale);
- 22 società cancellate da Borsa Italiana per non avere più requisiti richiesti da Regolamento o per altre evenienze; ben 17 di queste provengono da EGM;
- 50 società (di cui 37 erano quotate sul listino principale) acquisite da gruppi esterni che

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

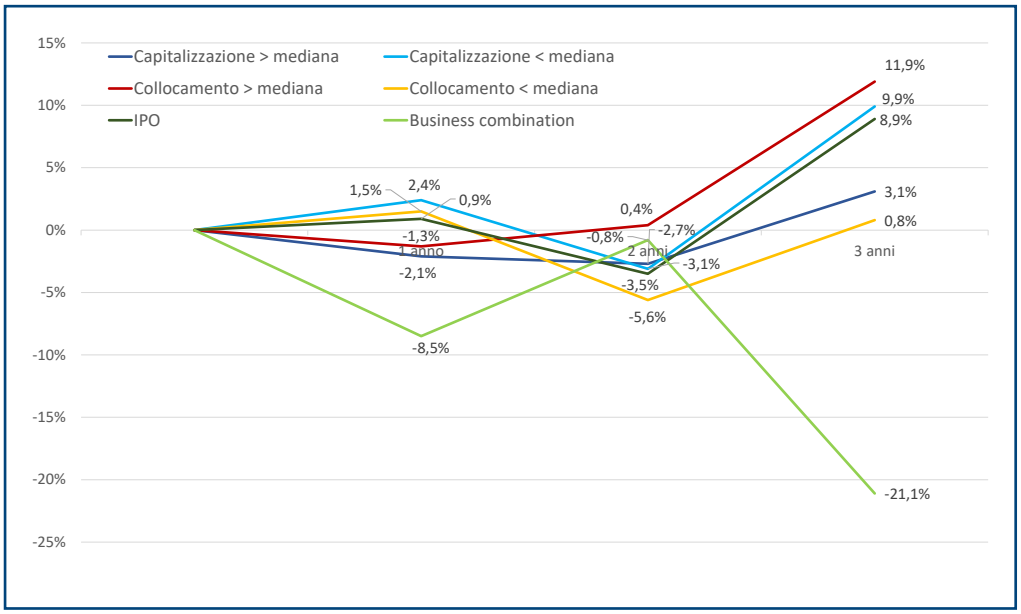


Figura 3.8

Performance differenziale rispetto all'indice MIB storico per le imprese ammesse a quotazione sul listino AIM Italia/ EGM dal 2012 al 2020: confronto fra diversi segmenti del campione. Sono escluse le imprese originate da fusione o scissione e le SPAC. Fonte: Factset, Refinitiv Eikon

hanno provveduto a ritirare le azioni dal mercato oppure a concambiarle con azioni di un'altra società quotata;
- 23 oggetto di ristrutturazioni societarie infragruppo; quasi tutte (tranne 3) erano quotate sul listino principale;
- 22 SPAC delistate per avere raggiunto la *business combination* (con contestuale ammissione in Borsa della *target* con cui si sono integrate); sono tutte quotazioni di EGM tranne 5 eccezioni;
- 43 società (di cui la grande maggioranza, 34, quotate sul listino principale) che sono state ritirate dal listino per iniziativa unilaterale dei soggetti controllanti, attraverso un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) o - per le società più piccole - a seguito della semplice richiesta a Borsa Italiana dopo decisione dei soci ad ampia maggioranza.

Come evidenziato, si tratta di situazioni abbastanza eterogenee fra loro che meritano di essere analizzate separatamente. Tralasciando quindi i *delisting* 'tecnici' delle 22 SPAC legati al *reverse takeover*, abbiamo dunque individuato 4 *cluster* omogenei di emittenti cancellate dal listino, per i quali approfondire l'analisi delle *performance*:

1) le 'Sconfitte': questo gruppo comprende le 48 aziende delistate per cessazione delle attività o per assenza di requisiti fondamentali; si tratta di imprese che il più delle volte hanno registrato difficoltà rilevanti, come casi di fallimento, di amministrazione straordinaria o di dissesto finanziario; in questo caso l'addio alla Borsa non è tanto una scelta

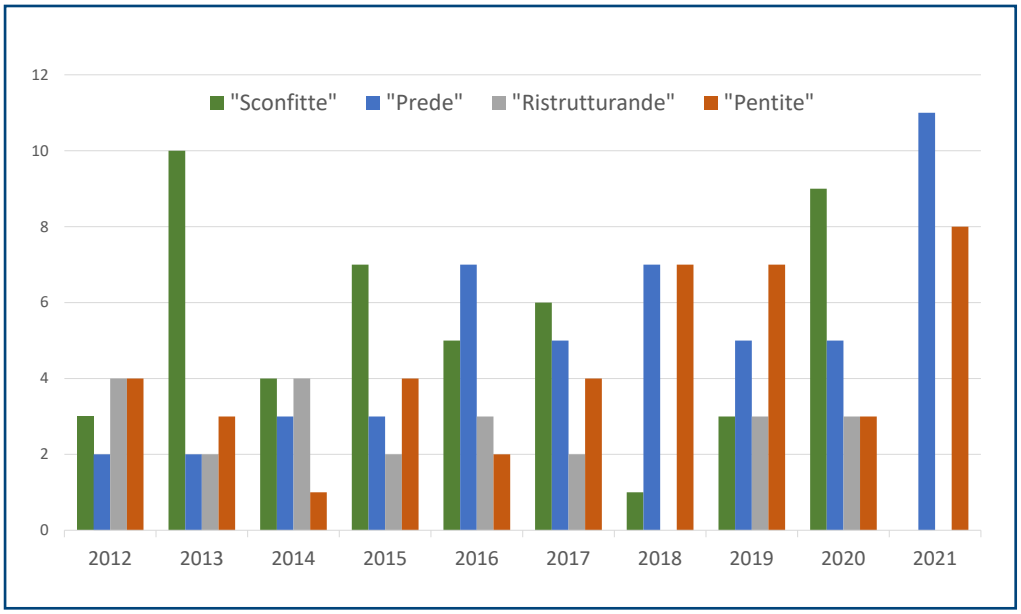


Figura 3.9

Distribuzione temporale dei *delisting* su Borsa Italiana nei 4 *cluster* individuati

volontaria, quanto la conseguenza di problematiche interne;
2) le 'Prede': si tratta delle 50 aziende che sono state acquisite da soggetti esterni e che hanno attratto l'attenzione per potenziali integrazioni, legate a opzioni future;
3) le 'Ristrutturande': questo gruppo è composto dalle 23 imprese che sono sparite dal listino per una logica di riorganizzazione interna attraverso una fusione con società quotata dello stesso gruppo, scelta che non necessariamente dipende dalla loro *performance*;
4) le 'Pentite': questo è il gruppo più interessante ai fini della ricerca (43 operazioni), perchè rappresenta i casi dove la scelta del *delisting* arriva dai soggetti controllanti ed è maturata sulla base di considerazioni strategiche discrezionali.
La Figura 3.9 descrive la distribuzione temporale della casistica nell'ultimo decennio mentre la Tabella 3.8 riassume le caratteristiche principali dei 4 *cluster*.

Tabella 3.8

Segmentazione del campione delle società delistate: caratteristiche dei 4 *cluster*

	"Sconfitte"	"Prede"	"Ristrutturande"	"Pentite"
Numero	48	50	23	43
Motivazione ultima del *delisting*	Scioglimento o mancanza requisiti	Acquisizione esterna	Fusione infragruppo	Decisione volontaria interna
Presenza di OPA	No	OPA o OPSc, raramente fusione	Quasi mai	Quasi sempre
Attività rimaste in perimetro di società quotata italiana	No	Raramente	Sempre	No

Le "Sconfitte"
Sulla base della classificazione introdotta nel Capitolo precedente (si veda la Figura 2.4) in questo *cluster* possiamo ritrovare le seguenti casistiche:
- società messe in liquidazione; si tratta di 6 società operative più 6 SPAC che non hanno trovato la *business combination* entro i termini statutari e quindi hanno rimborsato il capitale;
- società in fallimento; abbiamo 14 casi, tutti relativi al listino principale;
- imprese cancellate per l'assenza del Nomad[2] (oggi Euronext Growth Advisor); i 15 casi sono tutti ovviamente di EGM e di solito la motivazione dell'abbandono da parte del Nomad riguarda il non avere garantito un flusso informativo adeguato o una situazione finanziaria-reddituale molto negativa;
- imprese cancellate per altri motivi, i più frequenti dei quali sono la richiesta di un concordato o la sospensione delle contrattazioni per un lungo periodo o l'impossibilità di mantenere una regolare quotazione, a loro volta generati da situazioni problematiche o giudiziarie; si tratta di 5 casi sul listino principale e di 2 su EGM.

[2] È il responsabile per la valutazione dell'appropriatezza di un'emittente ai fini della quotazione e in generale si occupa di supportare la società nel periodo successivo all'ammissione affinché siano garantite le regole derivanti dall'essere quotati, nonchè gli obblighi di trasparenza informativa. Deve essere scelto fra gli intermediari iscritti in un apposito albo di Borsa Italiana. Il Regolamento Emittenti di Borsa Italiana specifica che, se questa figura viene a mancare, i titoli vengono sospesi e dopo 6 mesi delistati.

Come evidenzia la Figura 3.9, i casi compresi nel gruppo delle "Sconfitte" si concentrano in alcuni anni, rispetto alla cancellazione da Piazza Affari: 10 casi nel 2013, 9 nel 2020, 7 nel 2015 e 6 nel 2017 (si veda la Tabella 2.2. nelle pagine precedenti). Nel 2021 non si è registrato alcun caso. È interessante osservare che, come riporta la Figura 3.10, ben 9 "Sconfitte" sono rimaste quotate in Borsa non più di 5 anni dopo l'ingresso, avvenuto in tutti i casi su EGM, tranne uno; il peggioramento della situazione economico-finanziaria è stato dunque molto rapido. Passato il settimo anno dall'ingresso in Borsa, sembra invece che la probabilità di "sconfitta" diminuisca sensibilmente.
È lecito aspettarsi che le società cancellate per scioglimento o per mancanza di requisiti richiesti da Borsa Italiana abbiano mostrato quasi sempre dei rendimenti deludenti nei mesi precedenti l'abbandono del listino.
La Tabella 3.9 descrive l'andamento dei ricavi consolidati, dell'EBITDA e dell'utile netto negli anni prima del *delisting* (avvenuto nell'anno 0) per le imprese non finanziarie, escludendo le SPAC, per le quali in mancanza di *business combination* l'attività operativa è praticamente assente. Va oltretutto notato che i dati non tengono conto di 7 emittenti che negli anni precedenti il *delisting* non hanno depositato bilanci o erano già in amministrazione straordinaria o in fallimento. Tali rendiconti non sono quindi disponibili.
Si conferma che le 'Sconfitte' sono caratterizzate da un giro d'affari in declino, margina-

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

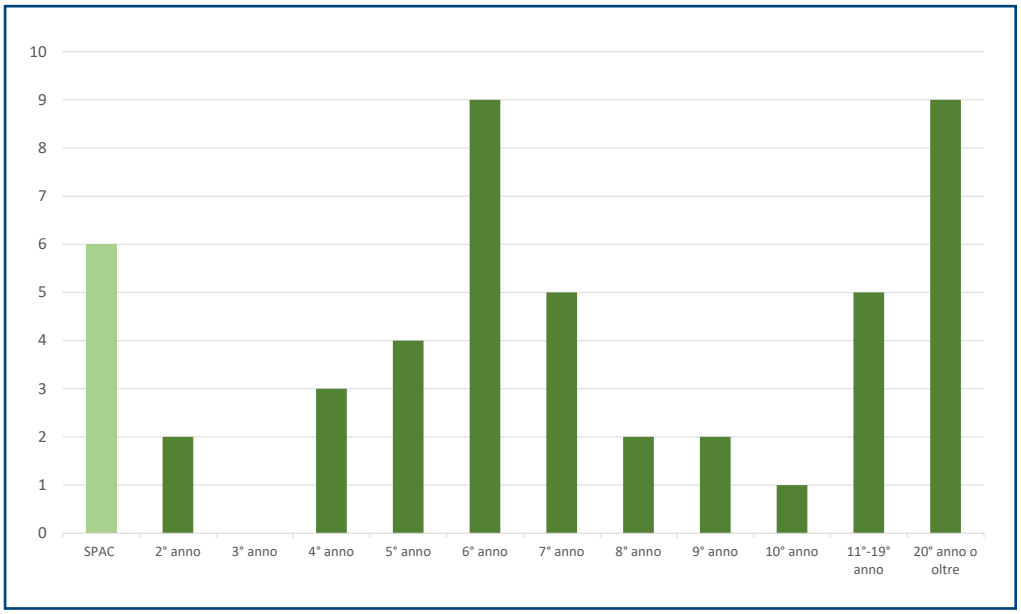


Figura 3.10

Gli anni di permanenza nel listino di Piazza Affari per le "Sconfitte": anno del *delisting* dopo quello della quotazione. Campione: 48 imprese delistate dal 2002 al 2021 per cessazione dell'attività o per mancanza di requisiti

lità e utili quasi sempre negativi; i dati riportati in Tabella sono probabilmente peggiori considerando anche i risultati delle 7 imprese citate sopra.

(valori in € milioni)		Anno -3	Anno -2	Anno -1
MTA/EXM	Ricavi consolidati	85,0 (35,9)	60,4 (43,7)	19,1 (10,4)
	EBITDA consolidato	0,1 (-0,6)	-4,8 (-1,3)	-4,8 (-3,0)
	EBITDA *margin* (%)	-18,1% (-1,1%)	-47,4% (-5,8%)	-108,0% (-39,8%)
	Utile netto consolidato	-24,6 (-9,3)	-35,2 (-13,9)	-27,1 (-16,7)
	Numero imprese	15	14	12
AIM Italia/EGM	Ricavi consolidati	111,0 (8,7)	87,0 (14,2)	57,4 (6,6)
	EBITDA consolidato	-5,1 (0,0)	-2,8 (0,1)	11,6 (-0,4)
	EBITDA *margin* (%)	-12,6% (-0,4%)	-22,2% (3,0%)	-41,3% (-4,4%)
	Utile netto consolidato	-7,2 (-1,0)	-11,3 (-0,8)	3,7 (-1,0)
	Numero imprese	16	16	14

Tabella 3.9

Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le società non finanziarie delistate e classificate come "Sconfitte". Sono escluse le SPAC e 7 emittenti senza bilanci depositati. Fonte: Refinitiv Eikon, siti *web* delle imprese

Per quanto riguarda la *perfomance* di mercato, la Figura 3.11 mostra i rendimenti medi semplici e corretti per l'andamento dell'indice di mercato nei 3 anni precedenti l'uscita da Piazza Affari. Nel caso di sospensione prolungata delle contrattazioni, viene consi-

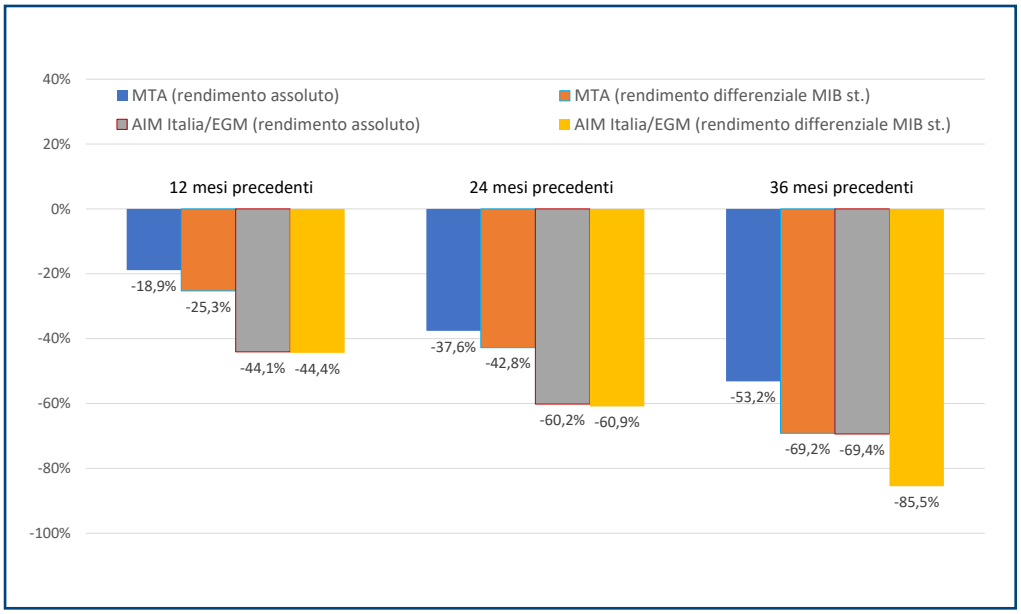


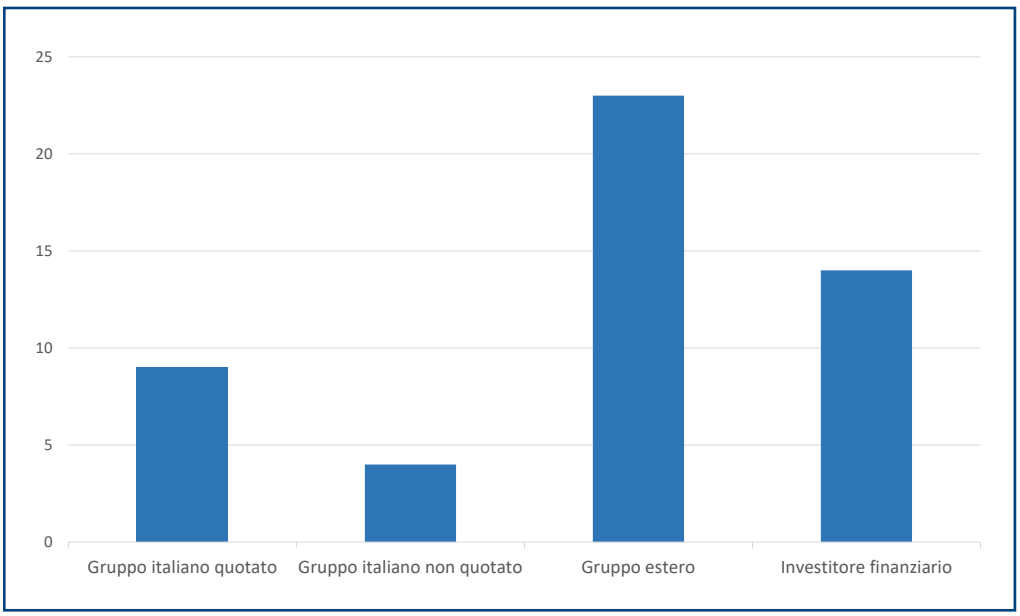
Figura 3.11

Performance assoluta e differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Sconfitte". Sono escluse le SPAC. Fonte: Refinitiv Eikon

derato come ultimo prezzo quello disponibile prima della sospensione. Anche in questo caso sono escluse le 6 SPAC, per cui - in attesa della *business combination* - il prezzo tende a non discostarsi da quello dell'offerta alla quotazione rispecchiando unicamente la cassa raccolta al netto dei costi di struttura.
Di nuovo senza sorprese, i rendimenti di mercato sono mediamente negativi sia in valore assoluto, sia a maggior ragione rispetto all'indice MIB storico. Su EGM il risultato è ancora più negativo, soprattutto nell'ultimo anno di presenza sul listino.

Le "Prede"
Sempre sulla base della classificazione introdotta nel Capitolo precedente (si veda la Figura 2.4) in questo *cluster* troviamo essenzialmente due casistiche:
- società che si fondono in altre imprese quotate; si tratta di pochi casi (5) di cui 4 riguardano una *bidder* che è quotata a Piazza Affari e solo in un caso si tratta di una società *bidder* quotata all'estero; la differenza è che nel primo caso la società delistata rimane comunque parte di un gruppo quotato su Borsa Italiana, senza perdita di 'valore' per il mercato; a titolo di esempio citiamo l'incorporazione di Aeroporto di Firenze in Società Aeroporto Toscano (Sat) Galileo Galilei;
- società che vengono acquisite da soggetti terzi e vengono cancellate dal listino in assenza del capitale flottante; si tratta di ben 45 casi, nella maggioranza dei quali l'acquirente è un soggetto estero o italiano non quotato; in soli 5 casi l'acquirente è un gruppo quotato in Italia e - così come nel punto precedente - si evidenzia che la società rimane comunque parte di un gruppo presente a Piazza Affari (citiamo a titolo di esempio il *delisting* di Ubi Banca, acquisita da Intesa Sanpaolo); l'assenza del flottante è sempre a valle di un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) che in 16 casi è volontaria mentre in 29 casi è obbligatoria, dopo l'acquisizione del pacchetto di controllo fuori Borsa.
Come ben evidenziato nello studio di Picco et al. (2021), molto raramente l'acquisizione è di tipo ostile: il più delle volte è concordata con i soggetti controllanti o comunque viene giudicata favorevolmente dai *manager* esistenti.
Può essere interessante analizzare chi sono gli acquirenti delle "Prede" (si veda la Figura 3.12). Come anticipato, in 9 casi si tratta di un gruppo industriale, bancario o assicurativo già quotato su Borsa Italiana che opera in un *business* correlato, se non addirittura un diretto concorrente. In altri 4 casi l'acquirente è espressione di un gruppo italiano non quotato mentre in ben 23 casi si tratta di un gruppo industriale straniero, il più delle volte europeo, giapponese o americano. Abbiamo poi 14 casi di acquisizioni da parte di investitori finanziari, quasi sempre fondi di *private equity*, in rarissimi casi italiani.
Come ha evidenziato la Figura 3.9 nelle pagine precedenti, le "Prede" hanno registrato un flusso *record* nel 2021, con ben 11 *delisting* di cui 8 riconducibili a *bidder* industriali

Figura 3.12
Tipologia di acquirenti delle "Prede". Campione: 50 imprese delistate dal 2002 al 2021 perchè acquisite da altri soggetti esterni



Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

o finanziari dall'estero. Va sottolineato che il crescente ruolo dei fondi di investimento è più rilevante di quanto mostrano i numeri, poichè alcune volte sono protagonisti anche di acquisizioni fatte da *player* industriali, supportati dai fondi per il finanziamento delle operazioni.
A questo punto è interessante analizzare la *performance* operativa e di mercato delle "Prede" per verificare se essa può avere contribuito ad attirare l'attenzione degli acquirenti, in positivo o in negativo (laddove magari si possano intravedere delle potenzialità inespresse).

(valori in € milioni)		Anno -3	Anno -2	Anno -1
MTA/EXM	Ricavi consolidati	1.247,1 (260,2)	1.341,1 (341,0)	1.439,1 (346,4)
	EBITDA consolidato	150,1 (31,6)	195,7 (37,9)	126,0 (39,0)
	EBITDA *margin* (%)	7,7% (11,8%)	14,4% (13,1%)	14,7% (12,3%)
	Utile netto consolidato	-16,8 (5,9)	47,9 (10,6)	48,3 (9,3)
	Numero imprese	32	33	33
AIM Italia/EGM	Ricavi consolidati	58,1 (19,1)	69,0 (35,7)	70,2 (41,9)
	EBITDA consolidato	5,7 (2,2)	7,8 (4,6)	6,3 (4,5)
	EBITDA *margin* (%)	9,5% (8,8%)	13,0% (12,1%)	11,0% (12,2%)
	Utile netto consolidato	0,8 (0,7)	2,5 (0,9)	-1,4 (1,7)
	Numero imprese	13	13	12

Tabella 3.10
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le società non finanziarie delistate e classificate come "Prede".
Fonte: Refinitiv Eikon, siti *web* delle imprese

La Tabella 3.10 mostra che le "Prede" sono caratterizzate da un fatturato crescente prima dell'acquisizione e anche la marginalità dà segnali positivi.
La Tabella 3.11 riclassifica il campione in funzione della tipologia dell'acquirente, per osservare eventuali differenze. I gruppi esteri, senza sorprese, acquisiscono società quotate che sono di maggiore dimensione mentre gli investitori finanziari prediligono quelle che mostrano una buona crescita della marginalità. I gruppi italiani non quotati acquisiscono le società più piccole ma con buoni livelli di marginalità.

Tipologia *bidder*	Indicatore (€ milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1
Gruppo italiano quotato	Ricavi consolidati	346,4 (255,7)	438,7 (290,7)	442,9 (316,5)
	EBITDA *margin* (%)	-15,0% (12,9%)	10,5% (12,9%)	11,5% (12,0%)
	Utile netto consolidato	-334,8 (0,6)	-13,7 (0,6)	283,9 (2,7)
Gruppo italiano non quotato	Ricavi consolidati	94,0 (58,5)	95,7 (57,5)	100,1 (61,0)
	EBITDA *margin* (%)	16,6% (12,6%)	21,9% (15,5%)	16,0% (12,5%)
	Utile netto consolidato	9,8 (-0,4)	11,3 (0,4)	12,9 (-0,2)
Gruppo estero	Ricavi consolidati	1.672,3 (259,5)	1.750,5 (252,3)	1.975,2 (265,4)
	EBITDA *margin* (%)	10,1% (10,4%)	12,4% (11,3%)	12,4% (10,4%)
	Utile netto consolidato	65,5 (2,3)	71,5 (8,3)	-11,0 (4,5)
Investitore finanziario	Ricavi consolidati	220,8 (85,5)	259,2 (97,3)	271,1 (134,5)
	EBITDA *margin* (%)	12,9% (11,4%)	15,8% (13,7%)	15,9% (15,4%)
	Utile netto consolidato	4,8 (1,7)	5,5 (3,4)	3,9 (3,0)

Tabella 3.11
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le "Prede", in funzione della tipologia di *bidder*.
Fonte: Refinitiv Eikon, siti *web* delle imprese

Per una parte del gruppo delle "Prede", che non sono state oggetto di rilevanti operazioni societarie come fusioni, è stato possibile analizzare anche la *performance* operativa dopo l'uscita dalla Borsa e confrontarla con la precedente. Si tratta di 19 emittenti che sono analizzate nella Tabella 3.12. Anche per queste società la crescita prosegue dopo la quotazione; l'EBITDA *margin*, dopo una temporanea riduzione appena prima del *delisting*, torna ai livelli precedenti nel biennio successivo. La stessa dinamica è osservata per l'utile netto.
Nel campione delle "Prede" abbiamo solo 4 società finanziarie, per le quali non riportiamo statistiche sulla parte contabile, data la scarsa significatività. Anche per queste società acquisite il volume d'affari è in crescita prima della cancellazione.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.13

Performance assoluta e differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Prede". Fonte: Refinitiv Eikon

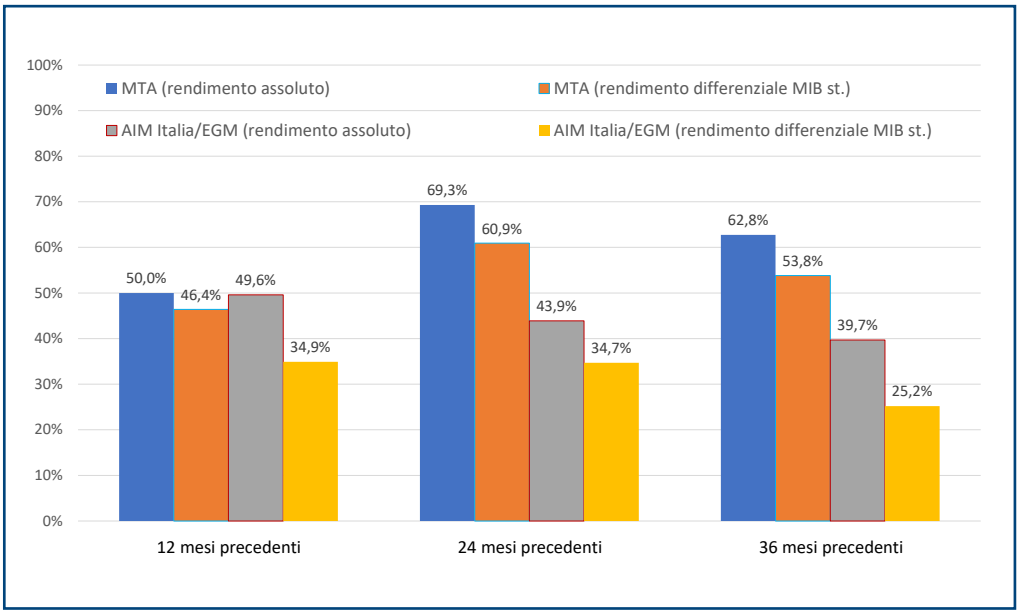


Tabella 3.12

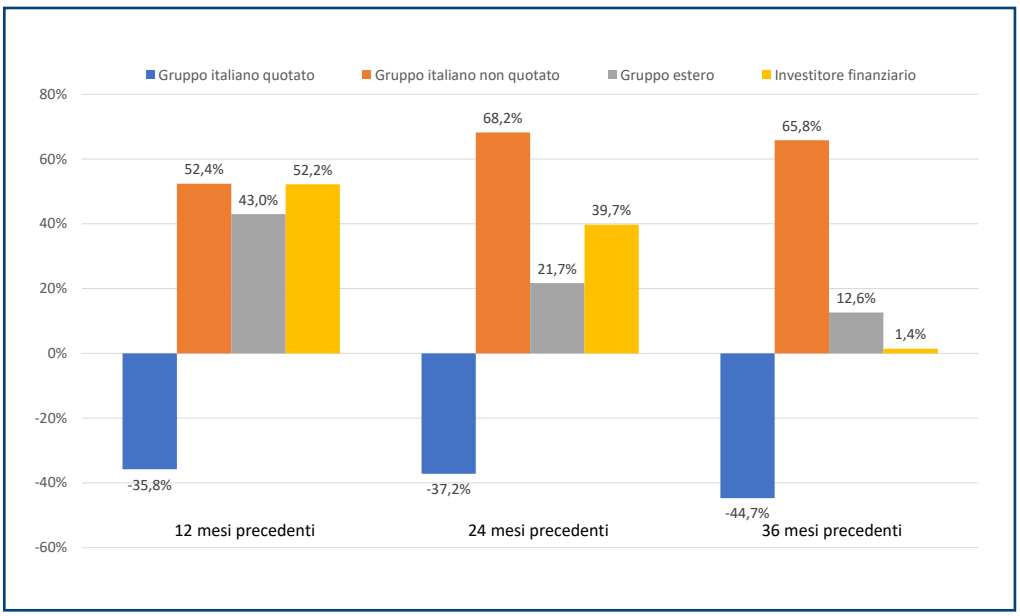
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le "Prede" che sopravvivono dopo l'acquisizione. Fonte: Refinitiv Eikon, siti *web* delle imprese

(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
Ricavi consolidati	1.432,0 (260,2)	1.482,6 (253,3)	1.647,6 (265,4)	1.483,7 (286,1)	1.425,0 (286,6)	1.515,4 (363,5)
EBITDA consolidato	223,4 (30,4)	209,4 (44,7)	170,0 (39,0)	144,1 (33,7)	146,1 (36,7)	183,9 (102,6)
EBITDA *margin* (%)	13,2% (13,1%)	14,4% (13,0%)	13,3% (10,6%)	14,1% (11,0%)	16,1% (12,3%)	19,1% (13,5%)
Utile netto consolidato	32,2 (5,9)	26,2 (10,6)	-59,2 (4,9)	-4,4 (1,5)	31,7 (23,0)	115,6 (20,2)
Numero imprese	18	19	19	19	19	18

Per quanto riguarda le *performance* di mercato, la Figura 3.13 descrive i rendimenti semplici e differenziali rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni precedenti il *delisting* successivo all'acquisizione. Le "Prede" mostrano prima dell'uscita da Piazza Affari rendimenti molto buoni, sia in valore assoluto sia rispetto all'indice di mercato, maturati in gran parte nell'ultimo anno di quotazione; questo è del tutto naturale, perchè negli ultimi mesi i prezzi incorporano il premio che verrà pagato per il controllo.
La Figura 3.14 si pone l'obiettivo di individuare eventuali differenze in funzione della tipologia dell'acquirente.

Figura 3.14

Performance differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Prede" in funzione della tipologia dell'acquirente. Fonte: Refinitiv Eikon



Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

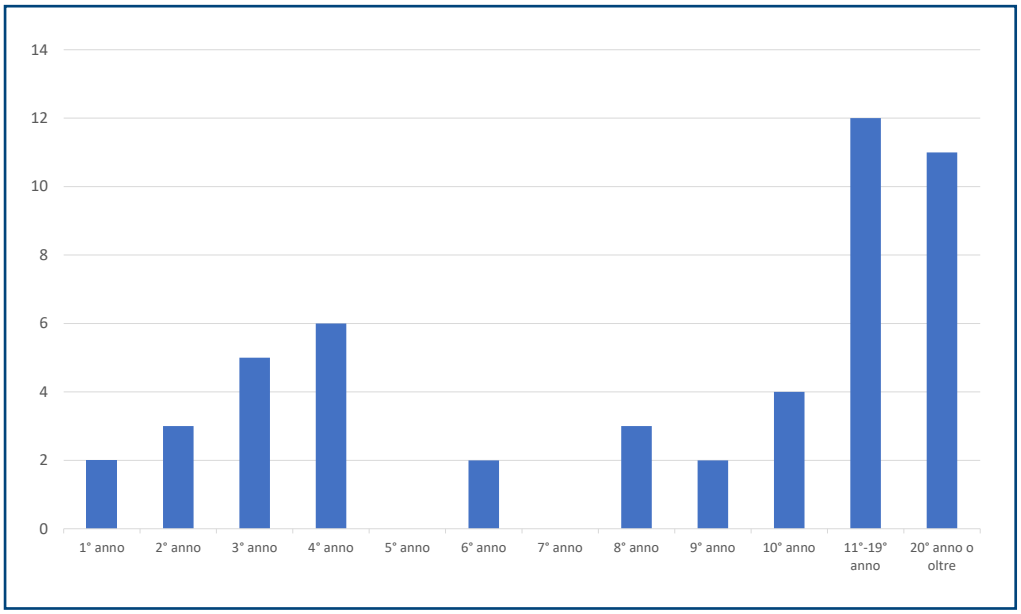


Figura 3.15
Gli anni di permanenza nel listino di Piazza Affari per le "Prede": anno del *delisting* dopo quello della quotazione. Campione: 50 imprese delistate dal 2002 al 2021 per acquisizione esterna

Balza all'occhio il rendimento medio negativo offerto dalle imprese che sono state poi acquisite da gruppi italiani quotati; in realtà il risultato è determinato da un'unica emittente con rendimenti significativamente negativi, mentre le altre 3 osservazioni sono associate a rendimenti positivi. Nell'arco dei 36 mesi prima del *delisting*, il rendimento medio più elevato caratterizza le acquisite da gruppi italiani non quotati.
Un altro dato interessante è osservare per quanti anni le "Prede" sono rimaste quotate prima di essere acquisite e uscire dal listino. Come mostra la Figura 3.15, questo può avvenire anche relativamente presto: in 2 casi già l'anno dopo rispetto alla quotazione, in 3 casi al secondo e in 5 casi al terzo. La maggioranza delle acquisizioni ha però riguardato le quotate da almeno 11 anni (in 11 casi le 'vecchie glorie' presenti da almeno 20 anni).

Le "Ristrutturande"
Il gruppo delle "Ristrutturande" comprende 23 *delisting* (di cui solo 3 su EGM) legati a ristrutturazioni societarie all'interno dello stesso gruppo, con le attività della società che rimangono comunque parte di un gruppo quotato. Come ha evidenziato la Figura 3.9, i casi sono distribuiti in modo uniforme e non sono mai più di 4 all'anno.
Di solito l'obiettivo è quello di semplificare la struttura del gruppo e la catena del controllo. Non è raro che la fusione vada in direzione opposta rispetto a scelte precedenti di *spin-off* o *equity carve-out*, come il caso di Enel Green Power. Non ci si attende quindi una correlazione significativa fra questa strategia (che risponde ad una logica di gruppo) e le *performance* delle singole imprese.
La Tabella 3.13 riporta a titolo informativo i valori di ricavi, EBITDA e utile netto per le imprese non finanziarie interessate.

(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1
Ricavi consolidati	12.861,8 (154,1)	14.207,0 (135,5)	16.307,3 (100,4)
EBITDA consolidato	1.402,6 (26,7)	1.411,5 (33,5)	1.431,5 (9,5)
EBITDA *margin* (%)	16,8% (24,0%)	9,1% (27,4%)	20,9% (19,2%)
Utile netto consolidato	487,6 (0,8)	194,5 (6,8)	203,5 (1,6)
Numero imprese	14	15	15

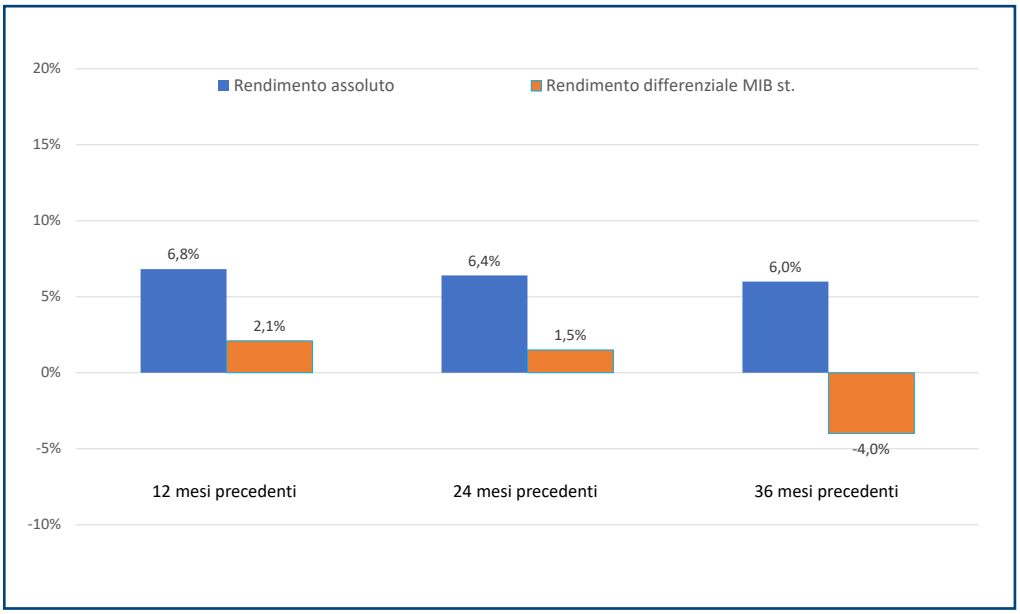
Tabella 3.13
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le società non finanziarie delistate e classificate come "Ristrutturande". Fonte: Refinitiv Eikon

I valori medi sono condizionati da alcuni casi di imprese molto grandi; i ricavi sembrano scendere prima del *delisting*, così come la marginalità, che comunque rispetto agli altri *cluster* è buona.
La Figura 3.16 descrive i rendimenti medi dei titoli azionari delle "Ristrutturande" prima del *delisting*. Sono abbastanza contenuti e non si discostano molto dall'indice di mercato.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Figura 3.16

Performance differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Ristrutturande". Fonte: Refinitiv Eikon



Le "Pentite"

Suscita particolare interesse analizzare il gruppo delle 43 "Pentite" ovvero le imprese che hanno scelto autonomamente di tornare ad essere 'private'. Questo è accaduto, come ci ha mostrato la Figura 2.4 nel capitolo precedente, attraverso tre modalità:

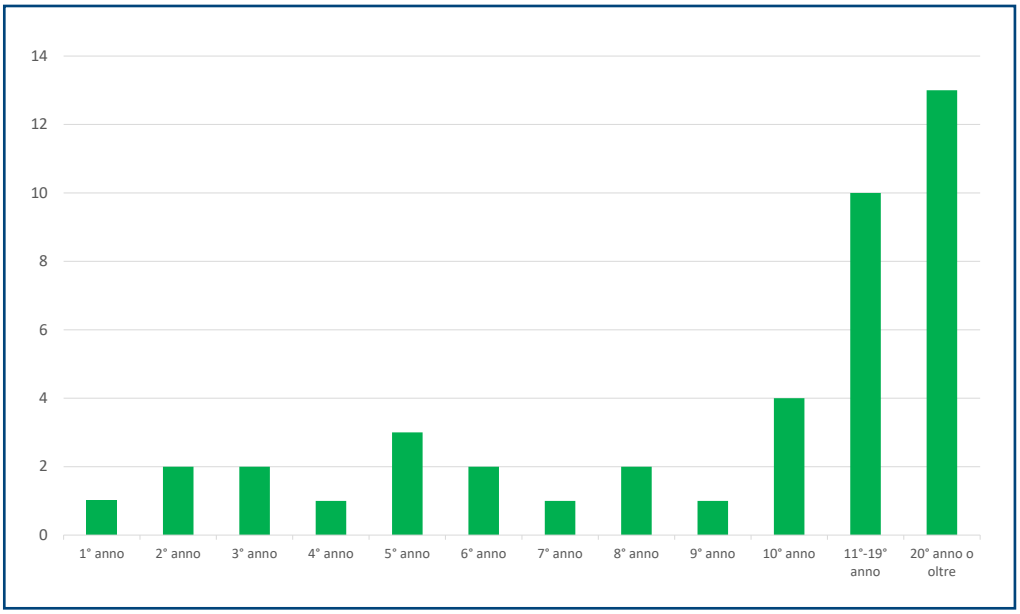
- proponendo all'assemblea dei soci di porre fine alla quotazione, il che è avvenuto negli ultimi 10 anni in 6 casi, tutti relativi a EGM più un caso[3] sul listino principale cui possiamo aggiungere per analogia il Banco di Sardegna, uscito nel 2020 da Piazza Affari con la conversione obbligatoria delle azioni di risparmio (che erano quotate) in azioni ordinarie (che non sono quotate); è chiaro che una delibera di questo tipo è più facilmente gestibile in realtà di piccola dimensione, con un azionariato concentrato;
- procedendo con una fusione della società quotata in un'altra società non quotata dello stesso gruppo (a monte o a valle); questo è avvenuto in 8 casi, tutti del listino principale;
- promuovendo un'Offerta Pubblica di Acquisto finalizzata a ritirare le azioni sul mercato, per portare il flottante sotto la soglia giudicata minima per rimanere quotati; è accaduto in 26 eventi (di cui solo 2 da EGM). In questi casi l'OPA è promossa da un veicolo che fa riferimento ai soci controllanti; abbiamo 17 offerte di tipo volontario, più altre 9 obbligatorie da normativa, una volta che il soggetto controllante ha acquisito privatamente o sul mercato aperto azioni della società riducendo al lumicino il flottante.

È interessante notare che in alcuni casi oltre ai soci controllanti fanno parte dei propo-

[3] Si tratta del *delisting* richiesto unilateralmente da Banco Santander (2018) contabilizzato da Borsa Italiana nelle sue statistiche relative al listino principale. Trattandosi di una società spagnola rimasta quotata all'estero, non viene considerata nelle nostre analisi successive, dove il campione scende a 42 imprese.

Figura 3.17

Gli anni di permanenza nel listino di Piazza Affari per le "Pentite": anno del *delisting* dopo quello della quotazione. Campione: 42 imprese delistate dal 2002 al 2021 per scelta volontaria strategica



Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

nenti, con ruoli non maggioritari, fondi di investimento che supportano finanziariamente l'operazione (si possono citare i *delisting* di ASTM, dove il gruppo Gavio è stato affiancato da Ardian, e di IMA, in cui la famiglia Vacchi ha coinvolto BC Partners).
Come ci ha mostrato la Figura 3.9, il flusso delle "Pentite" è aumentato negli ultimi anni, con 8 casi nel 2021, 3 nel 2020 e 7 nel 2019 (stesso numero nel 2018). Come sottolineato nell'Introduzione, si tratta di un segnale che non è sfuggito al mercato e che da alcuni è stato interpretato come un 'campanello di allarme' se non addirittura come la conseguenza di un comportamento opportunistico da parte degli imprenditori, volto a considerare la quotazione come un autobus dal quale salire e scendere a piacimento. È quindi particolarmente interessante analizzare il tempo di permanenza delle "Pentite" sui listini di Piazza Affari.
La Figura 3.17 ci mostra che in realtà sono molto poche le aziende che nell'ultimo decennio sono uscite per decisione autonoma dal listino entro pochi anni dall'ingresso. La maggioranza ha preso questa decisione dopo almeno 10 anni di esperienza, se non dopo almeno 20. Non trova riscontro generale quindi l'ipotesi che le "Pentite" seguano strategie di breve termine, salvo poche eccezioni.
Possiamo quindi cercare altre motivazioni osservando la *performance* operativa nei tre anni precedenti il *delisting*. La Tabella 3.14 riporta i principali dati di bilancio per le società non finanziarie.

(valori in € milioni)		Anno -3	Anno -2	Anno -1
MTA/EXM	Ricavi consolidati	803,8 (192,8)	833,7 (210,6)	809,9 (188,4)
	EBITDA consolidato	135,1 (15,8)	127,4 (23,3)	116,8 (26,2)
	EBITDA *margin* (%)	13,0% (10,4%)	12,2% (9,2%)	12,3% (9,5%)
	Utile netto consolidato	36,1 (8,8)	33,4 (9,7)	21,3 (2,8)
	Numero imprese	26	26	26
AIM Italia/EGM	Ricavi consolidati	12,8 (8,6)	15,3 (16,6)	18,3 (15,1)
	EBITDA consolidato	3,0 (0,5)	5,6 (0,7)	6,4 (0,7)
	EBITDA *margin* (%)	26,5% (8,5%)	27,7% (12,7%)	28,2% (14,5%)
	Utile netto consolidato	1,3 (0,2)	0,7 (0,2)	-0,1 (0,2)
	Numero imprese	8	8	8

Tabella 3.14
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le società non finanziarie delistate e classificate come "Pentite".
Fonte: Refinitiv Eikon

In questo *cluster* osserviamo un *trend* di decrescita dei ricavi consolidati appena prima del *delisting* e anche gli utili nell'anno prima della cancellazione dalla quotazione segnano il passo. Sul listino principale il valore mediano dell'EBITDA *margin* è stabile, mentre su EGM osserviamo una marginalità in miglioramento. Non si può dunque escludere che una delle cause del 'pentimento' sia un cambio di *trend* dei fondamentali.
La Tabella 3.15 prova a identificare delle correlazioni rispetto alla tecnica che è stata scelta per il *delisting*.

Tecnica utilizzata	Indicatore (€ milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1
Richiesta unilaterale	Ricavi consolidati	15,5 (14,0)	15,7 (16,6)	17,2 (15,1)
	EBITDA *margin* (%)	9,8% (8,5%)	9,0% (11,0%)	9,7% (12,3%)
	Utile netto consolidato	0,3 (0,2)	-0,1 (0,2)	-0,8 (-0,2)
Fusione con società non quotata	Ricavi consolidati	416,8 (48,5)	473,1 (52,8)	420,6 (53,9)
	EBITDA *margin* (%)	12,7% (12,1%)	13,7% (9,7%)	16,0% (16,2%)
	Utile netto consolidato	20,8 (0,1)	20,2 (0,7)	1,8 (-2,2)
OPA volontaria	Ricavi consolidati	611,6 (370,2)	646,6 (356,1)	645,6 (338,0)
	EBITDA *margin* (%)	21,8% (8,5%)	18,5% (8,9%)	14,6% (9,4%)
	Utile netto consolidato	37,7 (9,7)	27,0 (7,3)	12,1 (0,5)
OPA obbligatoria	Ricavi consolidati	1.006,9 (180,3)	1.039,0 (198,2)	974,0 (178,5)
	EBITDA *margin* (%)	12,1% (10,9%)	16,1% (11,8%)	21,7% (13,9%)	
	Utile netto consolidato	28,9 (12,2)	37,9 (17,8)	37,2 (19,1)

Tabella 3.15
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le società non finanziarie delistate e classificate come "Pentite", per tecnica di *delisting*.
Fonte: Refinitiv Eikon

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

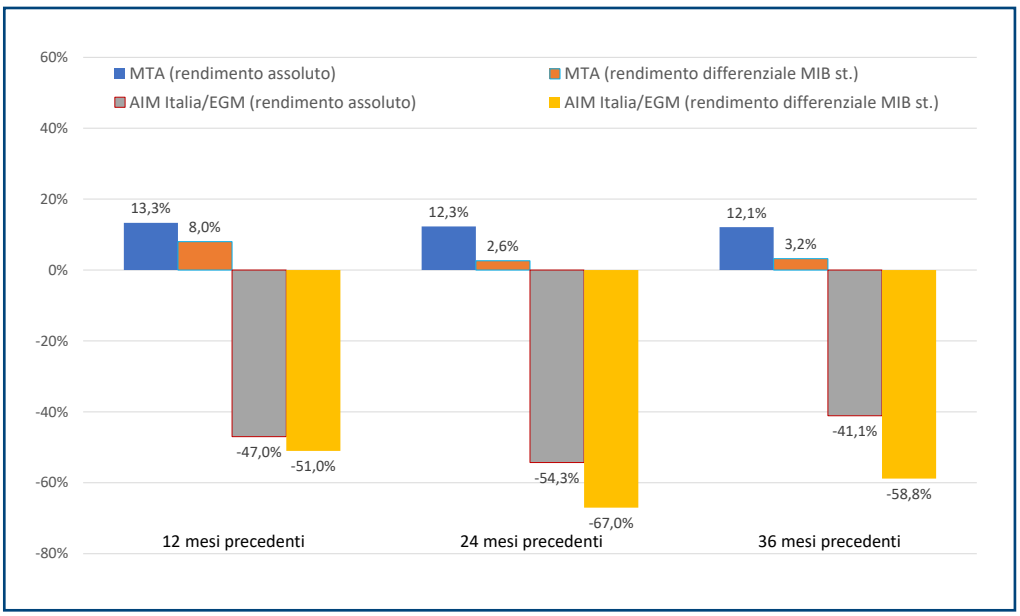
La richiesta unilaterale è associata a *small cap*, quasi tutte su EGM, per le quali spicca l'utile netto negativo (in valore medio e mediano) nell'anno prima di quotazione. Si può pensare che al primo peggioramento della '*bottom line*' di conto economico i soci controllanti desiderino prevenire difficoltà future portando l'impresa fuori dal perimetro di Piazza Affari.
La fusione con una società non quotata riguarda emittenti appena più grandi, ma anche qui si nota il netto peggioramento degli utili nell'anno prima del *delisting*.
Nei casi di OPA, che ovviamente riguardano le società di maggiore dimensione, vediamo ugualmente un rallentamento del flusso di ricavi nell'ultimo anno di quotazione, che però non è accompagnato da un peggioramento della marginalità. Quando la cancellazione dalla quotazione avviene subito dopo un'OPA volontaria, si vede anche un netto peggioramento degli utili; nel caso di OPA obbligatoria (ovvero quando i soggetti controllanti hanno ormai raccolto la maggioranza delle azioni in circolazione ma devono lanciare un'offerta residuale) gli utili dell'ultimo anno rimangono invece abbastanza stabili. Si può ipotizzare che quando gli investitori vedono gli utili in discesa, siano più incentivati a consegnare le azioni, mentre in caso contrario possano essere più titubanti, rendendo necessaria poi un'offerta obbligatoria residuale.
Fra le "Pentite" abbiamo solo 4 società finanziarie, per le quali non riportiamo statistiche sui dati di bilancio perchè poco significative.
Per 15 "Pentite", che non sono state oggetto di rilevanti operazioni societarie successive come fusioni, è stato possibile analizzare anche la *performance* operativa dopo l'uscita dalla Borsa e confrontarla con la precedente. Purtroppo questo non è stato possibile per le diverse aziende delistate nel 2021. I risultati sono nella Tabella 3.16.

Tabella 3.16
Andamento del valore medio e mediano (fra parentesi) dei principali parametri contabili per le "Pentite" che sopravvivono dopo il *delisting*.
Fonte: Refinitiv Eikon, siti *web* delle imprese

(valori in € milioni)	Anno -3	Anno -2	Anno -1	Anno 0	Anno 1	Anno 2
Ricavi consolidati	674,8 (155,3)	686,5 (155,8)	665,6 (165,1)	725,0 (171,6)	736,9 (151,5)	162,9 (62,2)
EBITDA consolidato	54,5 (8,7)	46,6 (7,9)	47,6 (9,4)	52,8 (7,7)	64,6 (10,2)	21,7 (11,2)
EBITDA *margin* (%)	11,6% (10,6%)	10,9% (9,1%)	11,7% (9,5%)	10,7% (8,0%)	12,8% (13,0%)	73,6% (13,3%)
Utile netto consolidato	14,2 (5,4)	16,1 (2,4)	13,9 (2,8)	20,3 (3,0)	32,8 (6,4)	77,4 (7,6)
Numero imprese	15	15	15	15	15	11

Le "Pentite" che sopravvivono dopo il *delisting* mostrano un buon incremento del volume d'affari nell'anno dell'addio al listino (il dato relativo all'Anno 2 non è comparabile

Figura 3.18
Performance assoluta e differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Pentite".
Fonte: Refinitiv Eikon



Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

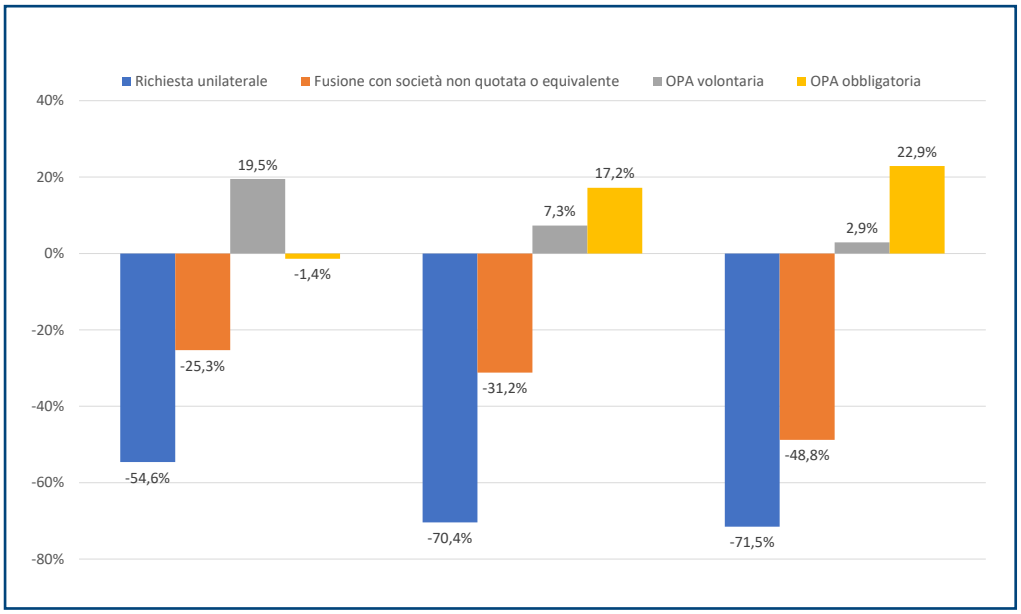


Figura 3.19
Performance differenziale media rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni prima del *delisting*: valore medio per le"Pentite", per tecnica utilizzata.
Fonte: Refinitiv Eikon

con l'Anno 1 perchè è disponibile solo per 11 imprese). Anche la marginalità e gli utili sembrano aumentare, il che potrebbe essere indizio di un comportamento opportunistico volto a trarre vantaggio dalla possibilità di ritirare le azioni dal mercato ad un prezzo giudicato 'conveniente' sapendo che le opportunità di crescita nel breve termine sono ancora interessanti.
Per quanto riguarda le *performance* di mercato, la Figura 3.18 descrive i rendimenti semplici e differenziali rispetto all'indice MIB storico nei 3 anni precedenti il *delisting* successivo all'acquisizione. Se guardiamo all'intero *cluster*, per il listino principale vediamo che i rendimenti medi sono di poco positivi, e appena superiori all'indice di mercato. Per EGM la *performance* è invece molto deludente soprattutto nell'ultimo anno prima dell'abbandono del listino.
La Figura 3.19 si pone l'obiettivo di individuare eventuali differenze in funzione della tecnicalità utilizzata. Senza sorprese, i casi di richiesta volontaria, che compaiono più frequentemente nel listino non regolamentato, sono associati ai rendimenti peggiori, già ben prima del *delisting*; anche la fusione con una società non quotata segue rendimenti di mercato deludenti, in tutto il triennio. I casi di OPA obbligatoria riguardano mediamente aziende che stavano performando meglio del mercato, ma che nell'ultimo anno perdono terreno; quando troviamo la sola OPA volontaria prima della cancellazione dal listino si nota invece un rendimento medio a due cifre solo nell'ultimo anno, quando il mercato ha scontato il premio che i soggetti controllanti offrono per ritirare le azioni. Questo 'scatto' mediamente compensa il rendimento differenziale negativo dei mesi precedenti (infatti sui 3 anni abbiamo una *performance* molto simile a quella del mercato, con uno scarto di +2,9%).

Il bilancio per i risparmiatori
Per comprendere il bilancio complessivo dell'esperienza di Borsa per le emittenti cancellate dal listino, un elemento di valutazione per i risparmiatori è il confronto fra il prezzo di collocamento dei titoli in sede di IPO e l'ultimo prezzo registrato in Borsa prima del *delisting*. Abbiamo provato a calcolare questo indicatore per le 77 società che si sono quotate attraverso un collocamento iniziale sul mercato a partire dal 1/1/2002 (escludendo quindi scissioni, semplici ammissioni e *business combination*) e si sono delistate nel corso dell'ultimo decennio. La Tabella 3.17 riporta il rendimento percentuale annualizzato medio e mediano, senza considerare i dividendi ordinari e senza correzione per l'andamento del mercato, calcolato partendo dalla differenza fra i due prezzi precedenti opportunamente rettificati, per *cluster* individuato.
Senza sorprese, per il gruppo delle "Sconfitte" abbiamo un rendimento annualizzato negativo, peraltro molto simile per i due listini sia per il valore medio sia per quello

mediano, intorno a -14%. Per le "Prede" il rendimento è mediamente positivo, ma il valore mediano è maggiore di zero solo per EGM; sul listino principale in molti casi il rendimento è negativo, seppure di poco. Il gruppo delle "Ristrutturande" è scarsamente rappresentativo per i pochi casi compresi mentre per le "Pentite" di nuovo troviamo un rendimento negativo, addirittura peggiore rispetto alle "Sconfitte" per il mercato non regolamentato, mentre sul listino principale media e mediana coincidono (-3,9%).

Tabella 3.17
Rendimento medio annualizzato offerto dalle 77 imprese ammesse con IPO dal 2002 e cancellate dai listini di Borsa Italiana dal 2012 al 2021

Listino	"Sconfitte"		"Prede"		"Ristrutturande"		"Pentite"	
	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana	Media	Mediana
MTA/ EXM (39 emittenti)	-14,1%	-13,5%	+10,2%	+0,1%	-10,2%	-13,6%	-3,9%	-3,9%
AIM Italia/EGM (38 emittenti)	-14,8%	-14,0%	+11,3%	+11,9%	+15,9%	+15,9%	-21,4%	-16,3%

Un altro elemento utile è il premio offerto agli investitori nei casi in cui sia stata lanciata un'Offerta Pubblica di Acquisto, rispetto ai corsi medi di mercato nei mesi precedenti. Come abbiamo visto, le OPA vengono lanciate sia per suggellare le acquisizioni (*cluster* delle "Prede") sia per i *delisting* volontari (*cluster* delle "Pentite").
La Tabella 3.18 riporta il premio medio e mediano offerto per i due listini di Piazza Affari rispetto al prezzo medio dei 3 mesi precedenti, per le 71 OPA che appartengono al nostro campione di *delisting* negli ultimi 10 anni.

Tabella 3.18
Premio offerto in sede di OPA rispetto al prezzo medio dei 3 mesi precedenti. Campione: 71 imprese cancellate dai listini di Borsa Italiana dal 2012 al 2021 a seguito di OPA

Listino	"Prede"				"Pentite"			
	Media	Mediana	Minimo	Massimo	Media	Mediana	Minimo	Massimo
MTA/ EXM (56 emittenti)	+28,9%	+20,2%	-9,0%	+143,0%	+16,5%	+14,3%	-26,8%	+64,5%
AIM Italia/EGM (15 emittenti)	+42,4%	+30,0%	+14,8%	+120,2%	+5,9%	+5,9%	+5,2%	+6,7%

È interessante osservare che i premi riconosciuti per le acquisizioni dall'esterno sono significativamente maggiori (in media +28,9% per il listino principale, +42,4% per EGM dove troviamo emittenti con capitalizzazione e flottante minore e quindi dove è meno oneroso nel complesso offrire premi maggiori). I *delisting* volontari invece vengono effettuati con premi di OPA mediamente pari a +16,5% per MTA/EXM e +5,9% per il listino secondario (dove però abbiamo solo 2 casi). Appare quindi che i soggetti controllanti siano molto meno 'generosi' rispetto ai *bidder* esterni, a maggior ragione se si considera che il prezzo di OPA considerato nei conteggi è quello finale, a seguito di eventuale revisione; non è infrequente che inizialmente il prezzo offerto sia più basso e venga poi incrementato proprio per attrarre maggiori adesioni. Inoltre, sulla base dei risultati mostrati in Figura 3.18, si evidenzia che il premio positivo rispetto ai prezzi dei 3 mesi precedenti in molti casi non compensa il rendimento differenziale negativo registrato in precendenza. In altre parole se guardiamo ai corsi azionari recenti, il premio offerto è più basso rispetto alle perdite maturate in precedenza e quindi paradossalmente è uno sconto se rapportato al passato.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

4. Conclusioni

In questo paragrafo proviamo a riassumere le conclusioni principali che emergono da questa ricerca.
Nel famoso film del 1998 "Sliding doors" nato da un'idea del regista Krzysztof Kieślowski, la vita della protagonista prendeva due direzioni opposte in dimensioni parallele. Allo stesso modo la vita di un'impresa può cambiare in funzione della decisione di quotarsi in Borsa oppure no, ovvero di rimanere quotata o no.
Considerando le domande iniziali cui si voleva dare una risposta, i numeri raccolti evidenziano quattro fatti interessanti. Il primo è che negli ultimi 20 anni il listino principale ha perso 268 imprese quotate e ne ha guadagnate 'solo' 185; per contro il mercato non regolamentato per le PMI ha attratto 263 imprese quotate e ha visto 68 cancellazioni. Il saldo netto è dunque positivo e a fine 2021 è stata superata la soglia di 400 società quotate, ma si è verificata una mutazione del profilo del mercato azionario, molto più orientato verso le *small cap*. L'effetto è stato una perdita di capitalizzazione significativa per Piazza Affari, superiore negli ultimi 5 anni a € 55 miliardi.
In secondo luogo, nonostante l'attenzione degli osservatori si sia focalizzata sugli ultimi anni, è stato evidenziato che le cancellazioni sono ben distribuite in tutto il ventennio e per la maggioranza sono dovute alle acquisizioni fatte da soggetti esterni sul listino principale, mentre sono legate a cessazione di attività o perdita dei requisiti per Euronext Growth Milan.
Come terzo aspetto, il fenomeno dello 'spopolamento' dei listini borsistici è comunque globale ed è indice solo parzialmente della disaffezione degli imprenditori verso la Borsa; a nostro avviso esso risente della sempre maggiore concorrenza del *private equity* e degli investitori istituzionali, che hanno a disposizione *dry powder* in abbondanza e hanno beneficiato dei bassi tassi di interesse negli ultimi tempi. Secondo la piattaforma Refinitiv, negli USA nel 2020 i multipli di valutazione medi delle operazioni di *buyout* hanno toccato il valore record di 13,2 volte l'EBITDA, mentre nel 2008 eravamo a 8 volte. In Europa il 2021 è stato un anno da primato per gli investimenti in *buyout*, raddoppiati rispetto al 2020; il multiplo mediano di acquisizione è stato pari a 12,8 volte l'EBITDA.
Secondo Preqin nel gennaio 2021 la massa di liquidità su cui i fondi di *private equity* potevano contare aveva raggiunto il *record* di $ 1.900 miliardi, una cifra impressionante pari a più del doppio dell'intera capitalizzazione di Piazza Affari. È naturale che l'attenzione verso le possibili 'prede' quotate sia aumentata.
Infine, l'analisi delle *performance* operative e di mercato delle società che sono entrate e uscite dalla Borsa, focalizzata sugli ultimi 10 anni, ha dimostrato che le 'matricole' sono spesso società in buona crescita del volume d'affari e della marginalità, anche dopo l'ingresso nel listino. In media, contrariamente a quanto riscontrato storicamente, rendono più dell'indice di mercato, anche se l'effetto è dovuto soprattutto ad alcune imprese che fanno registrare *performance* a tre cifre.
Prendendo atto dei motivi molto diversi che generano il *delisting*, abbiamo poi evidenziato la presenza di quattro *cluster* principali. Tralasciando le cancellazioni tecniche delle SPAC che hanno ottenuto la *business integration*, nel campione di 164 osservazioni residue il primo *cluster* è quello delle "Sconfitte" (29% del gruppo). Si tratta di imprese che purtroppo sono fallite o hanno subito un dissesto finanziario o sono state escluse dal mercato per mancanza dei requisiti: *ça va sans dire*, hanno mostrato *performance* operative e di mercato molto deludenti per gli investitori. Il secondo gruppo (il più nume-

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

roso col 30%) è quello delle "Prede"; esse sono state acquisite da soggetti esterni (spesso esteri) con il conseguente ritiro delle azioni dal mercato. Sono imprese caratterizzate da buoni *ratio* di bilancio e - soprattutto nei 12 mesi precedenti - hanno generato discreti rendimenti per i risparmiatori. Riteniamo degno di nota che le "Prede" abbiano attratto l'attenzione di gruppi industriali e investitori importanti: significa che la quotazione in Borsa è anche una 'vetrina' per attirare possibili compratori.
Il terzo gruppo (poco rilevante, il 14%) è quello delle "Ristrutturande"; sono state riassorbite in altre società quotate, quindi per certi versi sono rimaste comunque nel perimetro della Borsa.
Il quarto gruppo, quello per noi più interessante ma che riguarda 'solo' il 26% del gruppo, pur se in aumento nell'ultimo triennio, è quello delle "Pentite". Sono aziende in gran parte presenti a Piazza Affari da 10 o più anni, che hanno ritenuto opportuno abbandonare il listino per decisione interna. Dove la situazione lo permetteva, per dimensione del flottante e numero di investitori esterni, ciò è avvenuto con una richiesta unilaterale o con fusione in altra impresa non quotata, sempre riconducibile al nucleo di controllo. Negli altri casi ciò è avvenuto passando attraverso un'OPA volontaria o successiva. Molto si è dibattuto al fine di capire se questo tipo di operazioni obbedisse a logiche opportunistiche legate al ciclo di mercato e alle valutazioni contingenti; i numeri mostrano che le "Pentite" sono caratterizzate da un volume d'affari prima del *delisting* in arretramento e da rendimenti molto simili a quelli dell'indice di mercato (tranne nel caso di Euronext Growth Milan dove si vedono rendimenti molto deludenti).
Abbiamo anche mostrato che il premio offerto in sede di OPA è mediamente più basso rispetto a quello offerto nelle acquisizioni esterne delle "Prede" (+16,5% in media rispetto a +28,9% misurato sui prezzi dei 3 mesi precedenti). Ciò indica che in realtà senza considerare questo premio il rendimento è probabilmente peggiore rispetto a quello del listino.
Quindi cosa spiega la ragione del *delisting* volontario? In alcuni casi l'impressione è che il *delisting* sia deciso per 'anticipare' la prospettiva di *performance* deludenti nei periodi successivi, che potrebbero ingenerare delusioni negli investitori. In altri casi l'uscita dalla Borsa viene vista come propedeutica all'implementazione di strategie e ristrutturazioni successive che sarebbe più complesso attuare con lo *status* di società quotata. Poichè si è dimostrato che le "Pentite" rimaste attive dopo il *delisting* in media recuperano sia sul volume d'affari sia sugli utili, non si può negare che in alcuni casi l'abbandono del listino sia una manovra opportunistica, per ritirare le azioni a prezzi 'convenienti' sapendo che nel breve termine ricavi e margini cresceranno.
I risultati relativi ai rendimenti offerti dalle società che si sono quotate a seguito di un'IPO sul mercato negli ultimi 20 anni, per poi esserne uscite negli ultimi 10 anni, ci dicono che solo le "Prede" hanno dato ampia soddisfazione, e nemmeno in tutti i casi in termini di rendimenti assoluti. Va però tenuto conto che le società delistate sono una minoranza: 77 casi rispetto alle 379 che hanno collocato al pubblico e/o a investitori istituzionali i loro titoli entrando a Piazza Affari dal 2002. La quotazione va vista come un evento che genera opportunità di lungo termine; molte aziende sane si quotano, raccolgono denaro, crescevano prima e continuano a crescere dopo, generando occupazione, innovazione, valore e buoni rendimenti. Da qui l'importanza di entrare nel merito, analizzare attentamente i modelli di *business*, mantenere un rapporto costante fra comunità finanziaria e imprenditori, a maggior ragione in tempi di transizione dove le imprese dovranno affrontare trasformazioni interne (come la sfida digitale) ed esterne (i *megatrend* mondiali) mantenendo il vantaggio competitivo. In poche parole, rimanere quotati molto spesso paga di più nel lungo termine rispetto a strategie più opportunistiche di breve periodo.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Bibliografia

Bharat, S.T., Dittmar, A.K., 2010, "Why do firms use private equity to opt out of public markets?", *Review of Financial Studies* 23(5), pp. 1771-1818.

Brau, J.C., Fawcett, S.E., 2006, "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice", *Journal of Finance* 61, pp. 399-436.

Brennan, M., Franks, J., 1997, "Underpricing, Ownership and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the UK", *Journal of Financial Economics* 45, pp. 391-413.

Carpenter, R., Petersen, B., 2002, "Is the growth of small firms constrained by internal finance?", *Review of Economics and Statistics* 84, pp. 298-309.

Cassia, L., Giudici, G., Paleari, S., Redondi, R., 2004, "IPO underpricing in Italy", *Applied Financial Economics* 14(3), pp. 179-194.

DeAngelo H., DeAngelo, L., Rice, E.M., 1984, "Going private: minority freezeouts and stockholder wealth", *Journal of Law and Economics* 27, pp. 367-401.

Demers, E., Lewellen, K., 2003, "The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks", *Journal of Financial Economics* 68, pp. 413-437.

Dalle Vedove, F., Giudici, G., Randone, P.A., 2005, "The evolution of Initial Public Offerings in Italy", BIT Notes n. 14, Borsa Italiana.

Daminelli, D., Giudici, G., 2007, "Un'analisi empirica sui rendimenti di lungo periodo delle IPOs", *Rivista AIAF* 63, pp. 25-31.

Doidge, C., Karolyi, G.A, Stulz, R.M., 2017, "The U.S. listing gap", *Journal of Financial Economics* 123, pp. 464-187.

Draho, J., 2010, "The IPO Decision: Why And How Companies Go Public", Edward Elgar.

Geranio, M., 2004, "I delisting dal mercato azionario italiano: analisi empirica delle cause e delle conseguenze", Newfin Working Paper n. 7/04, Università Bocconi.

Giorgino, M., Giudici, G., Paleari, S., 2001, "Nuove quotazioni e IPOs - L'esame alle matricole. Performance aziendali e di mercato delle neo-quotate in Borsa", Bancaria Editrice.

Giudici, G., Paleari, S., 2000, "Conviene all'Erario incentivare fiscalmente la quotazione? Uno studio sulle Offerte Pubbliche Iniziali fiscalmente agevolate", *Rivista AIAF*, luglio, pp. 5-17.

Giudici, G., Vismara, S., 2021, "IPOs and Entrepreneurial Firms", *Foundations and Trends in Entrepreneurship* 17(8), pp 766-852.

Holmström, B., Tirole, J., 1993, "Market Liquidity and Performance Monitoring", *Journal of Political Economy* 101, pp. 678-709.

Kamar, E., Karaca-Mandic, P., Talley, E., 2009, "Going-private decisions and the Sarbanes-Oxley act of 2002: A cross-country analysis", *Journal of Law Economics and Organization* 25 (1), pp. 107–133.

Loughran, T., Ritter, J. R., 1995, "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance* 50 (1), pp. 23-51.

Maksimovic, V., Pichler, P., 2001, "Technological innovation and initial public offerings", *Review of Financial Studies* 14, 459–494.

Mehran, H., Peristiani, S., 2010, "Financial visibility and the decision to go private", *Review of Financial Studies* 23(2), pp. 519-547.

Mello, A., Parsons, J., 1998, "Going Public and the Ownership Structure of the Firm", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 79-109.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L., 1998, "Why do Companies Go Public ? An Empirical Analysis", *Journal of Finance* 53, pp. 27-64.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Pagano, M., Röell, A., 1998, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring, and the Decision to Go Public", *The Quarterly Journal of Economics* 113 (1), pp. 187–225.

Pattitoni, P., Petracci, B., Spisni, M., 2015, "'Hit and Run' and 'Revolving Doors': evidence from the Italian stock market", *Journal of Management and Governance* 19, pp. 285-301.

Picco, F., Ponziani, V., Trovatore, G., Ventoruzzo, M., 2021, "Le OPA in Italia dal 2007 al 2019 - Evidenze empiriche e spunti di discussione", Consob Discussion Paper n. 9.

Renneboog, L., Simons, T., Wright, M., 2007, "Why Do Public Firms Go Private in the UK? The impact of Private Equity Investors, Incentive Realignment and Undervaluation", *Journal of Corporate Finance* 13(4), pp. 591-628.

Ritter, J. R., 1987, "The Costs of Going Public", *Journal of Financial Economics* 19 (2), pp. 269-281.

Röell, A., 1996, "The Decision to Go Public: An Overview," *European Economic Review* 40, pp. 1071-1081.

Stoughton, N.M., Zechner, J., 1998, "IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 49, pp. 45-77.

Vismara, S., Paleari, S., Ritter, J.R., 2012, "Europe's Second Markets for Small Companies", *European Financial Management* 18 (3), pp. 352-388.

Weir, C., Laing, D., Wright, M., 2005, "Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private", *Applied Financial Economics* 15 (13), pp. 947–961.

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Il gruppo di ricerca

I quaderni di ricerca Intermonte sono realizzati sotto la direzione scientifica del Politecnico di Milano, School of Management.
Team di ricerca: Giancarlo Giudici, Eugenio Rocco, Francesco Zanon (Politecnico di Milano), Alberto Villa, Andrea Randone (Intermonte Partners).

POLITECNICO
MILANO 1863
SCHOOL OF MANAGEMENT

La School of Management del Politecnico di Milano, costituita nel 2003, accoglie le molteplici attività di ricerca, formazione e consulenza nel campo dell'economia, del *management* e dell'*industrial engineering*, che il Politecnico porta avanti attraverso le sue diverse strutture interne e consortili.
La School of Management possiede la "Triple crown", i tre accreditamenti più prestigiosi per le Business School a livello mondiale: EQUIS, ricevuto nel 2007, AMBA (Association of MBAs) nel 2013, e AACSB (Advance Collegiate Schools of Business, ottenuto nel 2021).
Nel 2017 è la prima *business school* italiana a vedere riconosciuta la qualità dei propri corsi erogati in *digital learning* nei *master* Executive MBA attraverso la certificazione EOCCS (EFMD Online Course Certification System).
Inserita nella classifica del Financial Times delle migliori Business School d'Europa dal 2009, oggi è in classifica con Executive MBA, Full-Time MBA, Master of Science in Management Engineering, Customised Executive programmes for business e Open Executive programmes for managers and professionals. Nel 2021 l'International Flex EMBA si posiziona tra i 10 migliori *master* al mondo nel Financial Times Online MBA Ranking.
La Scuola è presente anche nei QS World University Rankings e nel Bloomberg Businessweek Ranking.
La Scuola è membro di PRME (Principles for Responsible Management Education), Cladea (Latin American Council of Management Schools) e di QTEM (Quantitative Techniques for Economics & Management Masters Network).
Fanno parte della Scuola: il Dipartimento di Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano e MIP Graduate School of Business che, in particolare, si focalizza sulla formazione *executive* e sui programmi Master.
Il gruppo di Entrepreneurship Finance & Innovation (EFI) della School of Management è attivo in numerosi progetti di ricerca finanziati da società private, dall'Unione Europea e da altri enti su temi quali la quotazione in Borsa, la raccolta di capitale, il *crowdfunding*, la finanza imprenditoriale nelle *startup* innovative, le tematiche di ESG *investing* e di *climate finance*, i finanziamenti alternativi per le PMI, i *crypto-asset*. È inoltre coinvolto in progetti di formazione di MIP Graduate School of Business come l'International Master in Fintech, Finance and Digital Innovation, l'International Master in Financial Risk Management, l'International Master in Sustainable Finance, il corso ESG Analysis & Investing (organizzato con CFA Society Italy), il corso Introduzione alla Professione di Consulente Finanziario (organizzato con Ascofind) e moduli organizzati *ad hoc* per importanti player finanziari.
Nell'ambito della Laurea Magistrale in Ingegneria Gestionale del Politecnico di Milano, dal 2014 erogata anche in lingua inglese, esiste un *major* specifico in Finance.
Internet: www.som.polimi.it

Copyright © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale

Quaderni di ricerca precedenti:

n. 1 Le IPO '*venture-backed*' sul mercato italiano (marzo 2016)

n. 2 L'IPO come mezzo per finanziare la crescita: raccolta di capitale e utilizzo dei *proceeds* (aprile 2017)

n. 3 I Piani Individuali di Risparmio (PIR): gli effetti su domanda e offerta di capitale nel mercato borsistico italiano (marzo 2018)

n. 4 Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese (gennaio 2020)

n. 5 Le strategie di comunicazione delle *mid* & *small cap* quotate su Borsa Italiana in ambito ESG: un'analisi di *benchmarking* (dicembre 2020)

Copyright 2022 © Intermonte Partners Politecnico di Milano – Dipartimento di Ingegneria Gestionale
Stampa: Scriba, Varese